Lusíada
Repositório das Universidades Lusíada

Universidades Lusíada

Padilha, Fernando José Janes, 1971-

Estrutura de capitais e política de dividendos : a conjuntura portuguesa

http://hdl.handle.net/11067/1164

Metadados

Data de Publicação 2014-09-24

Resumo Modigliani e Miller (1958) apresentaram a irrelevância da estrutura de capitais e política de dividendos sobre o valor das empresas, considerando o pressuposto da existência de um mercado perfeito. A partir deste período surgiram diversas teorias sobre esta problemática, utilizando diferentes abordagens para identificação dos determinantes das decisões de financiamento das empresas. Esta dissertação analisa a interdependência entre as decisões de estrutura do capital e de distribuição de divid...

Palavras Chave Dividendos, Capital, Empresas - Finanças

Tipo masterThesis

Revisão de Pares Não

Coleções [ULL-FCEE] Dissertações

Esta página foi gerada automaticamente em 2024-04-17T01:18:45Z com informação proveniente do Repositório

http://repositorio.ulusiada.pt

U N I V E R S I D A D E L U S Í A D A D E L I S B O A

Faculdade de Ciências da Economia e da Empresa

Mestrado em Gestão

Estrutura de capitais e política de dividendos: a conjuntura portuguesa

Realizado por:
Fernando José Janes Padilha
Orientado por:
Prof. Doutor António Jorge Duarte Rebelo de Sousa

Constituição do Júri:

Presidente:	Prof. Doutor Mário Caldeira Dias
Orientador:	Prof. Doutor António Jorge Duarte Rebelo de Sousa
Arguente:	Prof. Doutor Jorge Júlio Landeiro de Vaz

Dissertação aprovada em: 26 de Março de 2014

Lisboa

2013

Agradecimentos

Este trabalho académico para além de ser individual, é também fruto de apoios, incentivos e e colaboração na sua realização.

Expresso os meus sínceros agradecimentos, em especial ao Prof. Dr. António Rebelo de Sousa, aos funcionários do ISEG que me disponibilizaram meios para aceder ao programa DataStream.

Os colegas e amigos que em determinados momentos me deram uma ajuda fundamental.

Aos meus familiares que de uma forma ou de outra, colaboraram na realização deste trabalho.

Aos meus país pelos valores éticos e morais que me transmitiram.

``Enquanto não alcançares a verdade,
Não podes corrigi-la.
Porém, se a não corrigires, não a alcançarás.
Entretanto, não te resignes´´
(Do Livros dos Conselhos)

Estrutura de capitais e política de dividendos

Resumo

Modigliani e Miller (1958) apresentaram a irrelevância da estrutura de capitais e política de dividendos sobre o valor das empresas, considerando o pressuposto da existência de um mercado perfeito. A partir deste período surgiram diversas teorias sobre esta problemática, utilizando diferentes abordagens para identificação dos determinantes das decisões de financiamento das empresas.

Esta dissertação analisa a interdependência entre as decisões de estrutura do capital e de distribuição de dividendos, tendo em conta um conjunto de variáveis da empresa que podem influenciar tais decisões, a saber: valor colateral dos activos, rendibilidade, dimensão, oportunidades de crescimento, risco de negócio (volatilidade de resultados) e outras fontes de protecção fiscal não relacionadas com o endividamento.

Esta dissertação apresenta, dois contributos: um no plano teórico e outro no plano empírico. No plano teórico, a vasta literatura existente reveste-se de especial interesse, quer para os académicos quer para os gestores. A nível empírico, é utilizada uma metodologia de análise, em que, reconhece-se as decisões referidas podem depender das características específicas da empresa. É utilizada uma metodologia de análise em que se admite que cada uma das decisões financeiras é função das outras., bem como de um conjunto de variáveis da empresa.

O modelo proposto estuda a interdependência das decisões de estrutura do capital, de distribuição de dividendos e de esforço de investimento, no contexto das empresas da indústria transformadora Portuguesa, ao mesmo tempo que permite analisar a interdependência daquelas decisões, bem como as relações causais que caracterizaram essa interdependência. Reconhece explicitamente, a interactividade das diferentes variáveis da empresa e os efeitos directos, indirectos e totais em cada uma daquelas decisões.

Palavras-chave: Estrutura de Capitais, Dividendos, Factores Determinantes, Análise em Painel

Abstract

Modigliani and Miller (1958) showed the irrelevance of capital structure and dividend policy on the value of companies, considering the assumption of a perfect market. From this period there were theories about this problem using different approaches to identify the determinants of financing decisions of firms.

This dissertation analyzes the interdependence between the decisions of capital structure and dividend distribution, taking into account a range of variables that can influence the company such decisions, namely, collateral value of assets, profitability, size, growth opportunities, risk business (earnings volatility) and other sources of protection tax not related to debt.

This paper presents two contributions: one theoretical and another empirically. At the theoretical level, the vast literature is of particular interest, both for academic and for managers. The empirical level, is used a methodology of analysis, in that it recognizes these decisions may depend on the specific characteristics of the company. It is used in a method of analysis it is assumed that each of the financial decision is a function of the other. Well as a set of variables of the company.

The proposed model examines the interdependence of capital structure decisions, dividend distribution and investment effort in the context of Portuguese manufacturing firms at the same allows you to analyze the interdependence of those decisions, as wells as the causal relationships that characterized this interdependence. Explicitly recognizes the interactivity of the different variables of the company and the direct, indirect and total in each of those decisions.

Key-words: Capital structure, Dividends, Determinats factors, Analyses in Pane

Índice

1 CAPÍTULO - Introdução geral 1
1.1 - Enquadramento e delimitação do tema 1
1.2 - Estrutura da dissertação 3
1.3 - Introdução 4
2 CAPÍTULO - Estrutura de Capital - abordagens teóricas e evidências empíricas 8
2.1 Introdução 8
2.1.1 Custo de Capital 8
2.1.2 Estrutura de capitais 11
2.2 O modelo original de Modigliani e Miller 13
2.3 A estrutura do capital na perspectiva da teoria de agência 26
2.3.1 Principais linhas de argumentação – evidência teórica e empírica 26
2.3.2 Conclusão 31
2.4 Assimetrias de informação e estrutura do capital 33
2.4.1 Principais linhas de argumentação – evidência teórica e empírica 33
2.4.2 A hipótese da pecking order 39
2.4.3 Conclusões 44
3 CAPÍTULO – Política de Dividendos 46
3.1 Introdução 46
3.2 Modigliani e Miller e a irrelevância dos dividendos 49
3.3 A política de dividendos na perspectiva da Teoria de agência 53
3.3.1 Principais linhas de argumentação – evidência teórica e empírica 53
3.3.2 Conclusão 59
3.4 A política de dividendos na perspectiva das teorias de sinalização 61
3.4.1 Principais linhas de argumentação – evidência teórica e empírica 61
3.4.2 Conclusão 68
4 CAPÍTULO – Enquadramento Português perante assistência financeira 70
4.1 Eclosão da crise financeira de 2008 70
4.2 Zona Euro - Mercado Integrado 76
4.3 Conclusão 83
5 CAPÍTULO – Metodologia de Investigação 84
5.1 Resultados empíricos 88
5.2 Conclusão 96

6 CAPÍTULO – Conclusão geral..... 98
6.1 Principais conclusões do trabalho..... 98
6.2 Limitações e sugestões de investigação..... 105
7 Bibliografia..... 106
8 Apêndices. 110

Lista de tabelas

Tabela 1 - Divida Pública Portuguesa em Percentagem do PIB.....73
Tabela 2 - Défice Pùblico Português em Percentagem do PIB.....74
Tabela 3 – Despesa Pública paga com juros da Dívida.....77
Tabela 4 – Despesa Pública Total Anual.....79
Tabela 5 – Indicadores da Variavel Dependente.....84
Tabela 6 – Indicadores da Varíavel Independentes.....86
Tabela 7 – Resultados do Modelo de Regressão Y1.....90
Tabela 8 – Resultados do Modelo de Regressão Y2.....91
Tabela 9 – Resultados do Modelo de Regressão Y3.....92
Tabela 10 – Resultados do Modelo de Regressão Y4.....93
Tabela 11 – Relação Esperada entre Varíaveis Dep. e Independentes.....94
Tabela 12 – Relação observada entre Varíaveis Dep. e Independentes.....95

Índice de gráficos

Gráfico 1 – Dívida Pública Portuguesa……..3
Gráfico 2 – Défice Público Português……74
Gráfico 3 – Balança de Transacções Correntes…….75
Grágico 4 – Despesa Pública com Juros de Dívida……...78
Gráfico 5 – Poupança das Familias……..78
Gráfico 6 – Despesa Pública Total Anual…….80
Gráfico 7 – Spread entre Obrigações do Tesouro e Bonds…….……81
Gráfico 8 – Taxa Real do Crescimento do PIB……82

1. CAPÍTULO - Introdução geral

1.1- Enquadramento e delimitação do tema

As principais linhas que a investigação tem seguido, relativamente a cada um dos assuntos, ao mesmo tempo que fornecem fortes argumentos a favor da não neutralidade de cada uma das decisões sobre o valor da empresa, apontam claramente para a necessidade de se estudarem as diferentes decisões em simultâneo, já que a compreensão de cada uma delas implica a consideração da outra, bem como das decisões de investimento, ou seja, implica a consideração das três principais decisões que tradicionalmente são atribuídas á função financeira das empresas: decisões de investimento, de financiamento e de distribuição de resultados.

Considerar estas três decisões de forma separada e agrupar os fluxos financeiros que lhes estão associados em três tipos (fluxos de investimento, financiamento e distribuição de resultados) é apenas uma forma pedagógica de as tornar mais inteligíveis e interpretáveis, porque na realidade qualquer das decisões (bem como os fluxos que lhes estão associados) interage com as restantes.

Apesar dos numerosos estudos efectuados, no estado actual da investigação não existe, ainda, uma teoria integrada das decisões financeiras da empresa e os diferentes estudos, que se têm debruçado pela interdependência entre as três decisões, têm produzido resultados conflituosos em algumas das suas vertentes, como teremos oportunidades de evidenciar neste trabalho. Existem, sim, diferentes linhas de abordagem em que se procura compreender e, assim, explicar as decisões de estrutura do capital, de distribuição de dividendos e de investimento.

Neste quadro, esta dissertação tem como principal objectivo analisar a interdependência entre as decisões de estrutura do capital e de política de dividendos, no contexto das sociedades anónimas portuguesas pertencentes á industria transformadora portuguesa.

De forma mais precisa, procurar-se-á estudar a interdependência entre as principais decisões financeiras tradicionalmente atribuídas á função financeira das empresas, evocada pelas principais linhas de abordagem, quer da estrutura do capital quer da política de dividendos, e consequentemente a relação causal entre essas decisões, atendendo às características (atributos) específicas de cada empresa.

Os resultados a que possamos chegar relativamente à interação entre as decisões de estrutura do capital, dividendos e investimento, bem como a relação de causalidade entre essas decisões, podem ser utilizadas na procura de regularidades que possam ajudar, no futuro, a estabelecer as bases de estudos teóricos integrados.

Razões que fundamentam a escolha do tema

A maior parte da investigação tem-se voltado para as empresas de economias desenvolvidas; no entanto trabalhos recentes que se têm concentrado em comparações internacionais (ex. Booth et al., 2001 e Balla e Mateus, 2002), evidenciam que as escolhas financeiras das empresas (nomeadamente as referentes ás decisões de estrutura do capital) de economias em vias de desenvolvimento, com mercados de capitais ainda incipientes, são afectadas na generalidade pelas mesmas variáveis.

Neste quadro, a especificidade do contexto institucional e empresarial Português e a raridade dos estudos que têm por base dados de empresas portuguesas, constituem um forte impulso para que se leve a cabo este trabalho e, assim, se estabeleça um modesto contributo para alterar esta situação.

Esta dissertação afasta-se da investigação existente em dois aspectos essenciais. Ao contrário da grande maioria dos estudos, volta-se para as empresas de uma economia onde o mercado de capitais é ainda principiante. Neste sentido, o seu comportamento financeiro é, por certo, influenciado pela presença mais vincada das imperfeições que caracterizam a generalidade dos mercados. Como é reconhecido por grande parte da literatura existente, este maior grau de imperfeição ou fricção do mercado pode dar lugar a interacçao entre as decisões de estrutura do capital, política de dividendos e de investimento, com traços específicos.

Em síntese, como é realçado por Hoyle (1995), a metodologia utilizada, ao considerar explicitamente a possibilidade de erros de medição e ao permitir o cálculo dos efeitos directos, indirectos e totais quando se estudam relações causais entre variáveis, constitui uma abordagem mais compreensiva em termos de definição do processo de análise e de análise de dados.

1.2 - Estrutura da dissertação

A estrutura da dissertação será constituída por seis capítulos. O primeiro, refere-se a uma introdução onde foi apresentado o enquadramento genérico do tema, a definição da questão central da dissertação, ou seja, a problemática em discussão. Tendo também sido indicada a relevância teórica e empírica, bem como os objectivos que se pretende atingir com o desenvolvimento deste trabalho de investigação.

No segundo capitulo, serão apresentadas as revisões da literatura sobre o tema. Apresentação do modelo de MM (1961), demonstram e comprovam que, sob certas condições, a estrutura de capital é irrelevante. Serão, também, apresentadas as diversas teorias da estrutura de capitais das empresas que resultaram das diferentes abordagens. As abordagens efectuadas diferenciam-se nos factores em que se basearam: em considerações fiscais, nas relações de agência, na assimetria de informação, nas questões estratégicas das empresas, nas questões de controlo da empresa e, por fim as questões baseadas nos custos de transacção. Realçar o papel que as decisões de estrutura do capital possuem em termos do sinal que transmitem ao mercado acerca da qualidade da empresa e dos seus projectos evidencia que a estrutura do capital de cada empresa reflecte o resultado das condicionantes que lhe são impostas pela existência de assimetrias de informação. São, ainda, analisados os esforços de modelização que têm surgido, propondo um tradeoff entre custos e os benefícios do endividamento.

No terceiro capítulo, serão abordadas, as principais correntes da literatura que têm procurado fornecer explicações para a distribuição de resultados versus a sua retenção. Procede-se à apresentação do modelo de MM (1961), onde se defende a irrelevância da política de dividendos sobre o valor da empresa, enfatizando o efeito que o abandono da hipótese de ausência de impostos tem nas suas conclusões. Numa primeira fase, evidenciam-se os efeitos que a política de dividendos exerce na carga fiscal da globalidade dos acionistas da empresa, quando o sistema fiscal tributa os dividendos de uma forma diferenciada das mais-valias de acções. Aborda-se o papel da política de dividendos, enquanto mecanismo capaz de reduzir os custos de agência. Referenciam-se os principais argumentos teóricos que se têm posicionado em defesa da política de dividendos, enquanto mecanismo que pode ser utilizado para minimizar os custos de agência. Realça-se o papel dos dividendos na redução do free cash-flow, no acréscimo do risco financeiro da empresa e na submissão dos administradores à disciplina imposta

pelos mercados de capitais, bem como algumas das características da empresa que condicionam a importância dos custos de agência. Por fim, evidencia-se o papel que a política de dividendos assume, enquanto mecanismo de sinalização da qualidade da empresa e das suas perspectivas futuras.

No quarto capítulo, é feito o enquadramento da economia Portuguesa perante a crise financeira mundial, iniciada em 2008, os excessos e erros dos governantes que provocaram a terceira assistência financeira, num espaço de 34 anos. Assistência que é considerada por muitos especialistas como a mais grave, sobretudo por causa da divida soberana.

No quinto capítulo, serão apresentadas as hipóteses em discussão e respectivas variáveis associadas a cada uma dessas hipóteses. Neste capítulo descreve-se a metodologia de análise de dados, método dos mínimos quadrados com tratamento de dados em painel e apresentam-se também os resultados dos testes empíricos realizados.

No sexto capítulo, são enunciadas as conclusões obtidas com o estudo e propostas para a realização de trabalhos de investigação no futuro.

1.3 - Introdução

A problemática sobre a escolha da estrutura de capitais e política de dividendos tem conhecido desenvolvimentos teóricos consideráveis nos últimos anos. Apesar de existirem numerosos trabalhos empíricos com vista à verificação das teorias alternativas, não existe, ainda, um consenso generalizado sobre os principais factores determinantes da estrutura de financiamento das empresas.

As decisões relativas à estrutura do capital e à política de dividendos – a par com as decisões de investimento – constituem uma preocupação constante por parte das empresas, dado que tais decisões influenciam o seu valor, ao serem capazes de contribuir para a maximização dos rendimentos recebidos pelos seus investidores. Uma das abordagens mais estudadas pelas finanças empresariais é a estrutura de capital e a política de dividendos.

O polémico e constante debate sobre a escolha de estrutura de capitais das empresas tem reportado desenvolvimentos teóricos consideráveis nos últimos anos. Apesar de

existirem numerosos trabalhos empíricos com vista à verificação das teorias alternativas, não existe, ainda, um cinsenso generalizado sobre os principais factores determinantes da estrutura de financiamento das empresas.

Além da discussão em torno da estrutura de capital procurar a minimização dos custos de financiamento da empresa, os teóricos discutem a existência ou não de factores que exerçam influência na composição do endividamento das empresas e, consequentemente, nas modalidades de financiamento.

Um dos principais factores que tem influência na ``performance´´ dos resultados financeiros futuros é o custo de capital, o qual pode determinar a taxa mínima de retorno de um projecto para que este possa ser aceite ou não. Os recursos financeiros são um dos factores essenciais para a gestão de uma organização. A obtenção destes recursos financeiros ou do capital que irá financiar os projectos da organização é uma temática de grande relevância para a gestão financeira.

Neste propósito, convirá realçar que o do custo de capital é um factor determinante da competitividade da empresa, já que bons projectos podem vir a ser rejeitados em situações de elevado custo de capital.

A teoria da estrutura de capital torna-se duplamente relevante, já que para além de procurar entender se os custos são reduzidos com uma estrutura óptima, tem também como meta a verificação de como os factores determinantes são preponderantes na determinação das diversas formas de financiamento escolhidas para conseguir a obtenção dos recursos necessários para os diversos projectos da empresa.

O estudo teórico e empírico do financiamento das empresas contínua a estar presente na literatura financeira e, deter uma importância significativa. Esta importância deve-se a factores como a crescente competitividade internacional, a aceleração do processo de globalização, bem como a rápida evolução tecnológica, que têm provocado mudanças profundas no cenário económico mundial.

O cenário actual aponta para uma crescente globalização da economia que se manifesta através do surgimento de blocos geo-económicos regionais. Estes fomentam uma economia aberta e de livre comércio, levando a que seja pouco viável que algumas economias se mantenham isoladas por muito tempo. As trocas comerciais entre países

ou blocos implicam a necessidade de estimular a competitividade das empresas a nível mundial (Previdelli, 2000).

A globalização tem implicado nos últimos tempos, uma crescente e intensa rivalidade internacional. Para além, da redução de preços e lucros, também tem significado a revisão da forma de cálculo dos custos operacionais, expectativas sobre as margens de lucro e volume de investimento.

Segundo Mateus (2001), a vantagem competitiva das empresas portuguesas terá que ser construída, entre outros pressupostos, com base na inovação e na capacidade de criação de valor, no crescimento sustentado da produtividade, apostando no Know-how, na recomposição das actividades e na exploração de factores estratégicos territoriais e de internacionalização. Os pressupostos reconduzem-se a três factores: a rápida erosão da subsidiação da actividade económica portuguesa, o balanceamento das estruturas de financiamento das empresas com a finalidade de diminuir a sua vulnerabilidade a choques e, finalmente, a necessidade de aumentar a flexibilidade das empresas face aos condicionantes políticos da sua actividade.

A problemática do financiamento das empresas assume grande importância no caso português, porque a estrutura empresarial portuguesa é fortemente constituída por pequenas e médias empresas (PME´s). O sexto relatório do Observatório Europeu sobre as PME´s – Comissão Eutopeia – realçou que este tipo de empresas enfrenta dificuldades específicas quando procuram financiamento. O acesso ao financiamento é considerado uma das três principais condicionantes ao seu desenvolvimento.

O relatório concluiu que ``a estrutura financeira de uma empresa parece depender mais do sistema financeiro e dos costumes financeiros do pais em que opera do que de qualquer outra característica da empresa como a dimensão, o sector de actividade, a idade ou mesmo o lucro´´.

Este considerou que o enquadramento das empresas no seu ciclo de vida encontra-se relacionado com o acesso ao financiamento. Para estas, as fontes de financiamento principais são, para além do crédito bancário (para muitas é mesmo a única fonte), as fontes informais (amigos e familiares) e os business angels. A questão das garantias pessoais dos sócios/accionistas e reais assumem uma importância significativa na questão da concessão de financiamento por parte das instituições bancárias.

A importância do financiamento das empresas para o seu desenvolvimento e a influência que o sistema financeiro tem sobre a sua estrutura de financiamento torna importante estudar quais são os factores que determinam as estruturas de capitais das empresas. As medidas politicas que as autoridades governamentais, financeiras e outros agentes económicos queiram implementar, devem pressupor o conhecimento da realidade empresarial nacional, em termos de financiamento.

Na estrutura de capitais padrão das empresas é normal incluir lucros retidos, capital alheio e capital próprio. Estes três componentes reflectem a estrutura de propriedade doa accionistas e o segundo, reflecte a propriedade dos credores.

Apesar da intensa investigação que tem sido produzida após os trabalhos de Modigliani e Miller (1961), as decisões relativas á estrutura do capital e á política de dividendos das empresas continuam um tema em aberto e a figurar na lista dos assuntos que carecem de investigação prioritária (cf. Brealey e Myers, 1998, pp. 989-997) (*).

A sistematização da extensa literatura existente de uma forma crítica, expõe importantes indicações aos administradores financeiros quando se deparam com a necessidade de tomar decisões relativas à estrutura do capital e à política de dividendos, ou para mais fácil perceber as decisões tomadas por outras empresas, tendo por base circunstâncias idênticas.

Com esta dissertação desejo estudar as teorias existentes em relação à estrutura de capital e política de dividendos, tema este que desde Durand possui uma vertente teórica que acredita existir uma estrutura óptima que minimiza o seu custo.

2 CAPÍTULO - Estrutura de Capital - abordagens teóricas e evidências empíricas

2.1 Introdução

2.1.1 Custo de Capital

Toda a empresa desenvolve projetos e elabora planos para que possam ser investidos recursos que maximizem a riqueza dos proprietários da organização. Existem, ao menos três tipos de pessoas preocupadas com esta questão: os especialistas em Finanças corporativas, preocupados com as técnicas de financiamento das firmas por forma a estas possam garantir a sua sobrevivência e o seu crescimento, o gestor preocupado com o orçamento de capital e o teórico preocupado em explicar o comportamento do investimento nos níveis micro e macro.

O que os ativos incrementam é dado pela capitalização de fluxo de caixa que estes geram e pela taxa de juro e de mercado e este valor da capitalização irá exceder os custos se e somente se os rendimentos dos ativos excederem a taxa de juro paga ao financiamento para a realização do projeto (Modigliani e Miller, 1958). Uma das formas de se fazer isso é utilizar o Valor Presente Líquido (VPL) como critério de decisão. Para isso existe a necessidade de se ajustar os fluxos de caixa ao custo de capital da empresa (Brealey e Myers, 1998).

A empresa agindo racionalmente tende a investir até o ponto onde o rendimento marginal dos bens ativos seja igual à taxa de juros do mercado. Esta proposição segue um dos critérios de decisão necessários: 1- maximização dos lucros, 2- maximização dos valores de mercado (Modigliani e Miller, 1958).

O custo de capital é fundamental no desconto dos fluxos de caixa que são utilizados para tomada de decisões de investimento de longo prazo (Lemestir, Rigo e Cherobim, 2002). É importante observar - “O sucesso de uma empresa depende muito do custo em que ela incorre para financiar seus projetos de investimento. É uma vantagem competitiva” (Lemes JR., Rigo e Cherobim,2002, p. 207). Sendo assim deve ser observada com muito cuidado esta variável, pois um aumento no custo de capital irá ter consequências na tomada de decisão e escolha dos projetos a serem aceites.

De um lado, está o agente superavitário, o qual está pronto a fornecer seus recursos para algum investimento que lhe traga os benefícios requeridos por estar assumindo parte

dos riscos do tomador. Do outro lado, está o tomador de recursos que visa aumentar a riqueza dos proprietários da organização, mediante a execução de um projeto que possua uma rentabilidade compatível com o custo de capital, ou seja, com a taxa que o agente superavitário pretende obter por disponibilizar o capital.

Caso o custo de capital seja elevado, será utilizada uma taxa de atualização mais elevada (Brealey e Myers 1998). A tomada de decisão deverá ser feita a partir de uma taxa condizente com o custo de capital, mas algumas armadilhas devem ser evitadas para que não seja a competitividade da empresa totalmente comprometida. Se a empresa subestimar o custo de capital, poderá decepcionar seus acionistas.

Se o custo de capital for sobreavaliado bons projetos serão abandonados, ou seja, projetos que possuem uma taxa de retorno atrativa serão considerados inviáveis, devido a esta distorção ao se calcular o custo de capital (Lemes JR., Rigo e Cherobim, 2002).

Como disse (Gitman 1997, p.382) o valor da taxa do custo de capital, [1]``é um número mágico, usado para decidir se um investimento corporativo proposto vai aumentar ou diminuir o valor da ação da empresa´´.

O custo de capital pode ser definido como sendo a taxa de retorno que uma organização necessita de conseguir sobre seus investimentos para manter o valor de mercado de suas ações e atrair os recursos necessários para consecução dos seus objetivos da organização (Gitman, 1997). É também a taxa exigida pelos fornecedores de capital, para que possam disponibilizar seus fundos para a empresa (Gitman, 1997), definição esta parecida com a de (Groppelli e Nikbakht, 1999), os quais definem custo de capital como sendo a taxa de retorno necessária para induzir os investidores à compra de ações, títulos e outros papéis.

É sempre importante evidenciar este aspecto que liga risco e retorno. Quanto maior o risco no investimento, maior o retorno exigido pelo investidor para que possa ofertar os seus recursos. A teoria do custo de capital também leva em conta conceitos de risco e de retorno e, para isso, procura separar os efeitos que a exposição ao risco provoca sobre o retorno exigido pelos investidores e instituições financeiras (Lemes JR., Rigo e Cherobim, 2002).

[1] Também pode ser utilizada a expressão ``custo de utilização do capital´´, que pode ser nominal ou real, consoante os estudos a realizar sejam a preços correntes ou a preços constantes

Quando se fala de risco é interessante relacionar dois tipos de risco: O risco do negócio (chamado também de risco da empresa por alguns autores) e o risco financeiro. O risco do negócio (ou empresarial) é aquele que é medido pelo efeito de um projeto sobre a variabilidade de lucros da empresa (Weston e Brigham, 2000). Consiste no risco de não conseguir gerar receitas suficientes para pagar seus custos operacionais (Lemes JR., Rigo e Cherobim, 2002). É o risco que a empresa corre de não conseguir cobrir seus custos operacionais (Gitman, 1997). Em suma, é o risco da empresa não ser bem sucedida com seus projetos e, consequentemente, não gerar receitas suficientes para aumentar a riqueza dos proprietários.

O risco financeiro é aquele que a empresa assume com as suas atividades de ser incapaz de cumprir com os compromissos por ela assumidos (Gitman, 1997). Pode ser também o risco decorrente da utilização de capitais de terceiros (Lemes JR., Rigo e Cherobim, 2002). Deve ter-se em mente que este tipo de risco leva em conta que a capacidade da empresa para saldar compromissos financeiros, se mantém inalterada. É o risco que a organização possui de não cumprir com os compromissos firmados para captação de recursos, também conhecido como risco de falência.

É possível que uma pequena empresa se auto-financie, mas isso torna-se muito mais raro à medida que aumenta a dimensão da empresa. Caso uma organização se auto-financie, seu custo de capital será o retorno exigido sobre o capital próprio (Brigham, Weston, 2000). O investimento tem que ser suportado por via do auto-financiamento, do endividamento (com recurso ao crédito convencional, ou segmento obrigacionista) ou, então pela emissão de acções, desta forma se determina o custo de capital da empresa.

Basicamente, encontram-se quatro fontes básicas de fundos a longo prazo: empréstimos a longo prazo, ações preferenciais, ações ordinárias e lucros retidos. A grande maioria das grandes empresas não só utiliza o capital próprio, mas também levanta uma parcela substancial de seu capital como dívida de longo prazo (Weston e Brigham, 2000). O retorno exigido pelos investidores, no caso de capital próprio através da retenção dos lucros ou emissão de novas ações, ou pelos intermediários financeiros, no caso de capital de terceiros como instituições bancárias, determina o custo de capital da empresa.

O investidor analisa o custo de capital como retorno exigido nos seus projetos de investimento, sua taxa apropriada de desconto ou seu custo de oportunidade, quando realiza a análise do projeto (Lemes JR., Rigo e Cherobim, 2002). Sendo assim, podemos considerar que o custo de oportunidade possui uma íntima ligação com o que o investidor acredita ser o prémio pelo risco por não depositar seu capital num activo livre de risco.

2.1.2 Estrutura de capitais

Estrutura de Capital é a disposição escolhida dos recursos a serem utilizados no financiamento da empresa. É a forma que é composta as fontes de financiamento da empresa (Groppelli e Nikbakht, 1999). Consiste nas dívidas de longo prazo, ações preferenciais e ações ordinárias. Estas são basicamente as formas de financiamento a longo prazo. A estrutura alvo de capital será o mix de endividamento, ações preferenciais e ações ordinárias com o qual a empresa objetiva realizar o financiamento de seus investimentos (Weston e Brigham 2000).

Este é um tema muito controverso, já que há um trabalho que pode ser chamado de "divisor de águas" deste tema, que é o trabalho de Modigliani e Miller (1958), no qual eles afirmam que a forma de financiamento da empresa não produz efeito no nível de investimento, nem na taxa de crescimento económico. Segundo esses "o custo médio de capital para qualquer firma é completamente independente de sua estrutura de capital e é igual à taxa de capitalização de uma ação de sua classe" (MM p. 268).

"O valor de mercado de uma firma é independente da sua estrutura de capital e é dado pela capitalização de sua taxa de retorno esperada da sua classe" (Modigliani e Miller, 1958, p. 268).

Até à publicação do trabalho de Modigliani e Miller (1958), designado por MM, sustentava-se que para toda a empresa existia uma estrutura óptima, caracterizada por uma combinação entre capitais próprios e alheios, que maximizava o seu valor de mercado ou, de forma equivalente, minimizava o custo médio ponderado do seu capital.

MM, ao demonstrarem que as decisões relativas à estrutura do capital são irrelevantes, do ponto de vista do valor da empresa, na ausência de impostos custos de transacção e de insolvência e de outras imperfeições do mercado, rompem com o pensamento

vigente e iniciam uma nova etapa, em termos de debate, ao mesmo tempo que colocam a problemática de estrutura do capital no centro das preocupações da teoria financeira.

A moderna teoria referente á estrutura de capital teve início a partir dos estudos desenvolvidos por Modigliani & Miller. De forma surpreendente, os dois estudiosos relatam, demonstram e comprovam que, sob certas condições, a estrutura de capital é irrelevante (Modigliani & Miller, 1958).

Posteriormente, diversos trabalhos surgiram com o intuito de melhor avaliar os factores determinantes da escolha da composição dos passivos das empresas, considerando novas situações em que a proposição de Modigliani & Miller não fosse válida e utilizando novos métodos e linhas de pesquisa.

Inicialmente, a estrutura de capitais recebeu uma importante contribuição de Modigliani & Miller (1958). O estudo apresentava duas proposições, as quais afirmaram que o valor de uma empresa e o retorno aos seus accionistas são independentes do seu endividamento. Mais tarde, Modigliani & Miller (1963) rectificaram o seu pensamento, evoluindo, considerando que a tributação, o valor da empresa e o retorno ao acionista seriam crescentes, em função do endividamento. Isto ocorreria devido á possibilidade da dedução das despesas com juros de base de cálculo do imposto de renda, o que permitiria um aumento do lucro da empresa.

As proposições de MM, bem como os seus corolários, muito embora sejam alvo de críticas, indicam o caminho a seguir ao mostrarem sob que condições as decisões de estrutura do capital são irrelevantes.

Desde então, a investigação teórica-empírica, baseando-se nas imperfeições que caracterizam os mercados e nos efeitos que uma tributação diferenciada sobre as diversas categorias de rendimentos pode exercer nas opções financeiras das empresas e dos indivíduos, ao mesmo tempo que se afasta das conclusões de MM, tem avançado com abordagens alternativas onde se evidenciam algumas das razões pelas quais as decisões de estrutura do capital exercem influência sobre o valor da empresa. Estas abordagens nem sempre são consensuais no que se refere às proposições que defendem.

Na apresentação do modelo original de MM (1958), evidencia-se o efeito que o abandono das hipóteses de ausência de impostos e de custos de insolvência financeira terá nas suas principais conclusões.

Numa primeira fase discute-se se a consideração de impostos sobre o rendimento das pessoas colectivas e singulares poderá conduzir a uma estrutura de capital óptima. Em particular, discute-se se a consideração destas duas categorias de impostos poderá, de por si, conduzir as empresas no sentido de uma estrutura do capital óptima, ou seja, que minimize a carga fiscal a que as empresas e os investidores estão sujeitos.

Em particular, sintetiza-se a literatura que defende a existência de uma estrutura do capital óptimizada determinada pelo tradeoff entre os benefícios fiscais e os custos de insolvência financeira, proporcionados pelos capitais alheios.

2.2 O modelo original de Modigliani e Miller

MM (1958), com a publicação do seu trabalho, The Cost of Capital Corporation Finance, and the Theory of Investiment, negam a existência de uma estrutura óptima, defendida pelo modelo tradicional. Até então sustentava-se que, para toda a empresa, existia uma combinação de capitais próprios e alheios (estrutura do capital) que maximizava o seu valor de mercado ou, de forma equivalente, minimizava o custo médio ponderado do seu capital, sendo essa combinação de recursos a estrutura óptima de financiamento para a qual a empresa deveria orientar-se.

Supunha-se que o custo do capital próprio era uma função crescente com um rácio de endividamento e que o custo do capital alheio se mantinha constante até um certo nível de endividamento, a partir do qual começava a crescer. Assim, até ao nível de endividamento em que o aumento da remuneração exigido pelos accionistas (custo do capital próprio) era mais do que compensado pela utilização de capitais alheios com menor custo, o custo médio ponderado do capital decresce (e, consequentemente, o valor da empresa aumentava) com a utilização desta fonte de financiamento, passando a crescer a partir desse ponto.

MM partem do seguinte conjunto de hipóteses:

- Mercados de capitais perfeitos, isto é, mercados em que nenhum dos intervenientes tem peso suficiente para influenciar a cotação dos títulos, em que não existem custos de transacção ou outros custos relacionados com a transferência de títulos, em que os investidores possuem um comportamento racional e têm igual acesso, sem custos, a toda a informação relevante sobre o preço e outras características do títulos e onde não existe custo de falência das empresas;

- As empresas e os indivíduos acedem ao mercado do crédito com a mesma facilidade e á mesma taxa;

- Inexistência de impostos;

- O resultado esperado antes de juros e impostos, ou resultado de exploração, de uma determinada empresa é descrito por uma variável aleatória Xt com esperança matemática X, perante a qual as expectativas dos investidores são homogéneas; assim, X é constante e perpétuo;

- Todas as empresas podem ser agrupadas em classes de rendimento equivalente (com igual risco económico), onde o rendimento esperado dos títulos de uma sociedade é proporcional ao rendimento esperado dos títulos de uma outra, pertencente á mesma classe.

Demonstra-se que, em equilíbrio, o custo médio ponderado do capital e o valor da empresa são independentes da sua estrutura de financiamento e, como corolário, da sua política de dividendos. Estas proposições, segundo Weston (1989), exerceram uma influência sobre a economia financeira comparável ao impacto da Teoria Geral de Keynes sobre a macroeconomia.

Ao serem analisadas algumas destas condições, logo os críticos declaram ser impossível haver todas estas condições simultaneamente no mundo real, como é afirmado por Brigham e Weston (2000). Os estudiosos perderam o foco ao analisarem somente a possibilidade ou não destas condições. Sendo um dos trabalhos mais discutidos no mundo académico até os dias de hoje, a sua maior contribuição foi a construção de um modelo em que são demonstradas as condições necessárias para que a estrutura de capital fosse realmente irrelevante, como afirmaram os autores.

O mérito de MM é descrever formalmente o mecanismo no qual a indiferença na estrutura de capital é assegurada (Famá, Barros, Silveira, 2001). MM afirmam que divergindo das visões convencionais, a estrutura de capital é algo indiferente e consequentemente, "um dos principais problemas das finanças corporativas, não é problema algum" (Modigliani e Miller, 1958, p. 291).

Para MM, o ponto problemático na teoria tradicional está na confusão entre a preferência subjetiva de risco dos investidores e suas oportunidades objetivas de mercado.

A proposição I de MM afirma que a composição da estrutura de capital adotada por uma empresa é irrelevante na determinação de seu valor de mercado. Isso acontece, pois ao se observarem as condições acima relacionadas, as combinações das diferentes possibilidades de financiamento não terão efeito no custo médio ou total, a ser usado pela empresa (Famá, Barros, Silveira, 2001). Sendo assim, para MM, nenhuma estrutura de capital é melhor ou pior do que outra qualquer para os acionistas da empresa (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995).

A lógica por trás do raciocínio de MM é de que o custo da dívida é mais baixo que o custo do capital próprio e ambos aumentam com o crescimento do endividamento. Eles afirmam que ambos efeitos são compensados, ou seja, enquanto a empresa permuta o capital proveniente de suas ações (mais oneroso) por dívida (menos oneroso), ambas as fontes se tornam mais caras de forma a fazer com que exista esta anulação no custo de capital. Os custos do endividamento e do capital acionário aumentam com o endividamento, de tal forma que a troca da fonte de recursos mais onerosa pela menos é compensada pelo aumento do preço de ambas. Quando a dívida alcança a totalidade dos fundos, ela se iguala ao capital acionário original (Famá, Grava, 2000). Sendo assim o custo médio ponderado de capital, para MM, é uma constante (Myers, 2001).

Esta é basicamente a proposição II de MM em que o retorno exigido pelos acionistas aumenta com o endividamento. O endividamento sempre tem prioridade em caso de insolvência da firma em relação aos acionistas da empresa, portanto o custo do endividamento é menor. O custo do capital próprio aumenta com o valor da proporção entre endividamento e capital próprio. A taxa de incremento depende do *spread* entre o custo total de capital e o custo de endividamento.

Segundo a proposição II, qualquer tentativa de substituir o capital próprio que é mais oneroso, por endividamento que é mais barato, falha porque faz o capital próprio restante ainda mais caro. Mais caro o suficiente para manter o custo total de capital constante (Myers, 2001).

Para MM, o valor de uma empresa sem endividamento deveria ser igual aos fluxos de caixa operacionais esperados, após a tributação, descontados perpetuamente ao custo do capital próprio sem endividamento. Tais fluxos, numa empresa que não apresentasse crescimento (premissa do modelo), deveriam ser dados pelo resultado operacional (receita total menos custos fixos, variáveis e despesas de depreciação – como não há perspectiva de crescimento, novos investimentos apenas cobrem a depreciação ocorrida nos ativos) após tributação. Nessa empresa, todos os fluxos de caixa gerados seriam destinados para os acionistas (Perobelli, Famá, 2001).

Em suma, a maior contribuição de MM foi a demonstração de que a forma de financiamento não importa em mercados perfeitos. Mas este modelo não foi o suficiente para acabar com as dúvidas e questões dos pesquisadores sobre estrutura de capital.

O desenvolvimento das Teorias de Estrutura de Capital pós Modigliani e Miller

A teoria da irrelevância começou a ser contestada a partir da contribuição dos autores com visão mais tradicional, os quais recorreram a fundamentação como a de Durand (1952), o qual afirma que a disponibilidade de um padrão adequado de financiamento influi nas decisões de investimento da empresa. Sendo assim, os defensores desta teoria afirmam que o nível de investimento na economia não é independente do padrão de financiamento que é adotado pelas empresas.

Um dos problemas apontados é o fato de MM afirmar que a retenção de lucros ou a distribuição de dividendos é um mero detalhe. Quando a companhia começar a reinvestir os lucros de forma lucrativa suas receitas irão ser incrementadas e consequentemente a empresa passará a fazer parte de uma nova classe, onde suas receitas ou lucros por ações não estarão perfeitamente correlacionadas com a outra corporação que não reinveste seus lucros.

Sempre que houver um desvio do equilíbrio no mercado há uma possibilidade de lucro, mas não há um mercado totalmente em equilíbrio, nem uma situação constantemente

em desequilíbrio. Há um ponto entre estes dois. Isso ocorre devido a restrições e regulamentações quanto a margens, comissões de corretores, impostos e outras limitações institucionais (Durand, 1959).

Num mercado perfeito e de comportamento racional, a política de dividendos de uma firma não terá efeito no valor da firma ou em seu custo de capital (Modigliani e Miller, 1959). MM afirmam que as pesquisas empíricas realizadas para demonstrar a influência da política de dividendos no valor da firma são inadequadas, pois existe uma grande correlação entre dividendos e receitas. Para MM está em fase de desenvolvimento um teste que possa medir precisamente a influência única e exclusiva resultante da prática de dividendos isoladamente.

Não existindo imperfeição no mercado esta não possui vantagens ou desvantagens do ponto de vista do custo de financiamentos. Uma vez que se tenha escolhido a oportunidade de investimento, o único papel da política de dividendos é determinar qual a proporção dos investimentos anuais, será financiada por lucros retidos e essa proporção será usada através de recursos externos (Modigliani e Miller, 1959).

Para os seguidores de uma teoria mais tradicional, como a defendida por Durand, é possível encontrar uma estrutura ótima de capital, que seria a combinação proporcional de endividamento e emissão de ações ordinárias e ou preferenciais, para que haja um equilíbrio entre o risco e o retorno da empresa, para que possa haver a maximização do valor das ações.

Há basicamente quatro fatores principais que influenciam as decisões a respeito da estrutura de capital: risco empresarial, posição tributária da empresa, flexibilidade financeira e o conservadorismo ou agressividade (Weston e Brigham, 2000).

Desenvolvimentos posteriores a MM, ao mesmo tempo que procuram analisar a robustez das suas proposições quando algumas das hipóteses em que os autores se baseiam são abandonadas, têm tentado evidenciar as suas principais limitações. Entre esses trabalhos são de destacar, desde já, os de Stiglitz (1969), Rubinstein (1973) e Senbet e Taggart (1984).

Stiglitz (1969), considerando as condições gerais de estados de preferência (state-preference), desenvolveu as condições gerais de validade da proposição I de MM e

mostrou que os resultados de MM são mais robustos do que se pensava então. Segundo aquele autor, a validade dos resultados de MM não depende da hipótese de que as empresas possam ser agrupadas em classes de rendimentos equivalentes, nem do grau de competitividade dos mercados de capitais.

Por seu turno, Rubinstein (1973) mostrou que o valor da empresa se mantém independente da sua estrutura do capital, mesmo na presença de endividamento com risco.

Na mesma linha, Senbet e Taggart (1984) mostraram que a conclusão da irrelevância da estrutura do capital sobre o valor da empresa pode ser generalizada na presença de algumas imperfeições do mercado de capitais, desde que a empresa possua vantagens comparativas para lidar com essas imperfeições. A tentativa de todas as empresas, nestas circunstâncias, lucrarem com essas vantagens conduzirá a uma estrutura óptima do capital para o sector empresarial, no seu conjunto, mas, para cada uma das empresas consideradas individualmente, a estrutura de financiamento permanece sem importância.

Apesar de as principais conclusões do modelo de MM resistirem ao abandono de algumas das hipóteses restritivas que lhes estão subjacentes, outras há que, quando abandonadas, as colocam em causa. Como se verá adiante, o abandono das principais hipóteses em que o modelo se baseia tem mesmo constituído o principal embrião das diferentes linhas de abordagem que a literatura tem seguido.

Implicações dos trabalhos de MM

Os trabalhos de MM (1958 e 1963), embora forneçam uma inestimável contribuição para o desenvolvimento da teoria da estrutura de capital, estabelecem proposições que, apesar da sua coerência e do seu rigor analítico, não nos proporcionam uma explicação satisfatória das políticas de financiamento observadas no mundo real (Palenzuela e Hidalgo, 1990). Como os próprios autores reconhecem – quando introduzem no modelo os impostos sobre o rendimento das sociedades, ao concluírem que o valor da empresa seria máximo e o custo médio ponderado do seu capital humano mínimo, quando se financia a cem por cento com capitais alheios -, existem outros elementos que intervêm na determinação da estrutura de capital.

MM (1958), ao evidenciarem em que condições a estrutura de capital é irrelevante, contribuíram para que se iniciassem tantas linhas de investigação quantas as hipóteses assumidas no seu modelo. Essas linhas de investigação, fundamentando-se nas imperfeições do mercado, têm procurado evidenciar vários custos e benefícios de estratégias de financiamento alternativas que, por si só ou em conjunto, tornam a escolha da estrutura do capital relevante no que se refere ao valor da empresa.

Entre as imperfeições de mercado que têm sido consideradas com maior frequência enquanto condicionantes das escolhas financeiras das empresas, são de destacar os efeitos fiscais, os custos de insolvência financeira, os custos de agência e, ainda, os custos resultantes da existência de assimetrias de informação entre administradores e investidores actuais e futuros.

Custos de insolvência financeira: qualificação e seus efeitos

O recurso aos capitais alheios, ceteris paribus, proporciona à empresa a redução da sua matéria colectável (beneficio fiscal). Porém, a observação empírica revela que as empresas não se financiam a cem por cento com capitais alheios, mesmo nos países em que o seu sistema fiscal tributa, em sede de imposto sobre o rendimento dos investidores, os rendimentos dos capitais próprios, de uma forma mais pesada do que os dos capitais alheios.

Uma das explicações para que tal aconteça reside na consideração dos custos que advêm do incumprimento financeiro (custos de insolvência financeira), bem como da probabilidade de a empresa vir a incorrer naqueles custos. Esta probabilidade è mais acentuada quanto maior for o peso dos encargos financeiros nos resultados antes de juros e impostos da empresa, bem como a volatilidade destes últimos.

Custos de insolvência directos e indirectos

Os custos de insolvência financeira (temporários ou definitivos) podem classificar-se em directos e indirectos. Os primeiros são aqueles que decorrem do acionar dos mecanismos legais, que permitem aos credores assumir o controlo da empresa em caso de insolvência provisória, sendo de destacar os gastos administrativos ou de gestão e os gastos legais (honorários de advogados e demais técnicos que intervêm no processo

judicial), bem como aqueles que resultam da redução do valor dos activos da sociedade falida, aquando da sua venda num mercado de activos imperfeitos, onde o seu valor de liquidação é inferior ao valor desses mesmos activos na situação em que a empresa se mantém solvente.

Os custos indirectos ou implícitos, mais difíceis de quantificar, mas de grande importância, são aqueles que se prendem com a deterioração da imagem da empresa, incluindo a perda de clientes e/ou fornecedores e o possível agravamento do custo do crédito, ou mesmo a impossibilidade da empresa obter crédito (ou colocação dos seus títulos), para financiar novas oportunidades de investimento rendíveis. Esses custos manifestam-se nos resultados esperados da empresa.

Custos de insolvência financeira, benefícios fiscais: a estrutura óptima do capital

A consideração dos custos de insolvência financeira e da probabilidade de esta vir a ocorrer, em conjunto com os benefícios fiscais resultantes do endividamento, contribuem «para que o valor de uma empresa alavancada cresça até certo nível de endividamento e, posteriormente, decresça» (Brandão, 2001,p. 228).

O ponto onde a função que exprime o valor da empresa atinge um máximo define a estrutura de financiamento óptimo teórica, e é alcançado quando o valor actual da poupança fiscal, decorrente da dedutibilidade dos encargos da divida marginal, iguala o valor actual dos custos de insolvência financeira que a mesma acarreta, como é sugerido em trabalhos como os de Myers e Robichek (1966), Kraus e Litzenberger (1973), Kim (1978) e Brennan e Schwartz (1978).

Nestes trabalhos, começam por assumir particular relevância na literatura os argumentos de que 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 empresas. Estes argumentos constituem a base dos modelos habitualmente designados por «static tradeoff models».

A partir de finais da década de sessenta abundam na literatura os estudos que têm procurado quantificar os custos de insolvência e desenvolver métodos para prever situações de falência. Saliente-se, desde já, que apesar do consenso por parte da

literatura no que se refere á existência destes custos, a investigação empírica tem revelado que é discutível a sua amplitude, bem como o seu efeito nas opções de recursos próprios e alheios, enquanto fontes alternativas de financiamento.

Os impostos sobre o rendimento das empresas

A possibilidade de as empresas poderem deduzir fiscalmente os custos derivados do endividamento em capital alheio e o não poderem fazer relativamente ao custo do financiamento em capitais próprios dotam, através desse benefício fiscal, as empresas de um ``subsidio´´ para os custos originados pela primeira fonte de financiamento, desde que a empresa possua resultados antes de juros e impostos positivos para serem tributáveis. Uma das variáveis independentes a analisar será a taxa média de imposto suportado pelas empresas, calculado do seguinte modo:

Taxa média de impostos = Imposto sobre o rendimento (IRC / (Resultado Liquido + Imposto sobre o rendimento (IRC))

A obtenção de uma relação directa (positiva) entre os benefícios fiscais que não os da divida e o endividamento pode ser justificada pelo facto de as empresas que investem em activos tangíveis tenderem a ter elevados rácios de endividamento. Estes activos geram elevados níveis de amortização e créditos fiscais. Empresas com mais activos que sirvam de garantias conduzem a elevados rácios de endividamento.

Ao existirem outros benefícios fiscais que não apenas os resultados do custo do endividamento, tal implica que estes últimos tenham um menor valor, além de que a capacidade das empresas obterem ganhos fiscais, é limitada.

Probabilidade de a empresa vir a incorrer em custos de insolvência

A probabilidade de a empresa vir a incorrer em custos de insolvência financeira se encontra-se positivamente relacionada com o risco de negócio (volatilidade dos seus resultados) e negativamente com a sua dimensão; mais, a importância relativa daqueles custos depende da composição dos seus activos (valor colateral dos seus activos) e do tipo de indústria a que pertence.

Diversos trabalhos realçam que a existência de custos de insolvência financeira não é suficiente para que exista uma relação inversa entre o risco de negócio da empresa e o seu rácio de endividamento, originada pelo tradeoff entre os benefícios fiscais e os custos em que assenta a teoria estática da estrutura do capital, a qual é, regra geral, dinâmica, como sublinha Scott (1976). Na verdade, Jaffe e Westerfield (1987) mostram que, considerando uma escolha apropriada de parâmetro, a relação linear será directa.

Ainda no domínio da investigação empírica, as conclusões dos trabalhos em que se tem considerado a volatilidade dos resultados (risco) da empresa, enquanto potencial determinante da sua estrutura do capital, têm-se mostrado contraditórias. Não cabendo aqui uma revisão exaustiva de todos esses trabalhos, apresentamos, no entanto, as suas principais conclusões, no que se refere ao tema em apreço.

Um primeiro grupo – onde se incluem trabalhos como os de Friend e Land (1988), Thies e Klock (1992), Fox (1993), Wald (1999), entre outros -, fornece evidência empírica que sustenta a relação inversa entre a volatilidade dos resultados (risco) da empresa e o seu rácio de endividamento. Porém, outro grupo – onde se incluem Toy et al. (1974), Kim e Sorensen (1986), Bennett e Donnelly (1993), entre outros -, fornece evidência empírica contrária.

Esta discrepância de resultados, segundo Thies e Klock (1992), deve-se, em grande parte, às dificuldades que a investigação empírica tem experimentado ao medir o atributo risco de negócio. Todavia, a investigação levada a cabo por Badley et al. (1984) e Kale et al. (1991), lança fortes dúvidas de que se possa estabelecer de forma clara uma relação entre volatilidade dos resultados (risco) da empresa e o seu rácio de endividamento.

Segundo Graham, as empresas de maior dimensão possuem, ex ante, menores custos de insolvência e, por isso, uma maior capacidade relativa de endividamento. Tendo por base este argumento, alguma da investigação empírica existente tem procurado analisar o efeito da dimensão da empresa no seu rácio de endividamento. Porém, os resultados que aqueles trabalhos têm vindo a evidenciar mostram-se divergentes: enquanto uns encontram um efeito positivo, outros apoiam um efeito negativo, não faltando ainda aqueles onde o efeito da dimensão da empresa na sua estrutura do capital não se revela estatisticamente significativo.

Conclusão

As proposições estabelecidas nos trabalhos de MM (1958, 1963), bem como os seus corolários, ao romperem com o pensamento que então prevalecia, desencadearam um intenso debate, que ainda hoje perdura, acerca dos factores determinantes da estrutura do capital das sociedades, bem como dos efeitos dessa estrutura do capital das sociedades, muito em particular dos efeitos dessa estrutura sobre o seu valor.

Como é reconhecido pela literatura, os trabalhos de MM, ao mostrarem sob que condições a estrutura do capital é irrelevante em termos de valorização da empresa, para além de outros méritos, constituíram um marco importante no desenvolvimento da teoria da estrutura do capital, em geral, e no estudo dos efeitos da fiscalidade nas decisões das sociedades relativas à escolha das suas fontes de financiamento, em particular.

Quando MM (1963) introduzem no seu modelo original os impostos sobre os rendimentos societários e concluem que o valor da empresa é uma função crescente com o montante de endividamento que inclui na sua estrutura de financiamento, reconhecem que existem outros elementos que contribuem para a determinação da estrutura do capital óptimo, como os custos de insolvência financeira e a tributação do rendimento nos investidores.

Contudo, mais tarde, Miller (1977) vem demonstrar, debaixo de um conjunto de hipóteses, que na presença daquelas duas categorias de impostos, apesar de existir um montante de endividamento óptimo, quando consideradas as empresas no seu conjunto, que a fiscalidade não possui qualquer influência no valor de uma empresa em particular.

Porém, o abandono das hipóteses em que o modelo se baseou – ausência de risco para os investidores do endividamento das empresas, inexistência de custos de transacção e, em particular, a hipótese de que o resultado da empresa antes de encargos financeiros é persistentemente positivo, permitindo a dedução integral desses mesmos encargos – levou alguns autores (Modigliani, 1982 e Kim, 1982) a contestar as suas conclusões.

Segundo estes autores, quando são consideradas fontes de protecção fiscal substitutas das relacionadas com o endividamento (non-debt tax shields), o valor marginal do endividamento, em termos da poupança fiscal que proporciona, encontra-se

condicionado pela possibilidade do resultado da empresa permitir a dedução integral de todas as fontes de protecção fiscal disponíveis.

De acordo com estes autores, a taxa efectiva de imposto a que cada empresa tem que fazer face, ao ser afectada, quer pelo montante dos encargos financeiros, quer pelo montante das outras fontes de protecção fiscal disponíveis, torna a estrutura do capital relevante em termos do valor da empresa. Em particular, a modelização apresentada levanta a hipótese de uma relação inversa entre as «outras fontes de protecção fiscal disponíveis» e o peso do endividamento na estrutura do capital da empresa.

Contudo, Dammon e Senbert (1988), ao endogeneizarem a política de investimento, defendem que a verificação daquela hipótese se encontra dependente de dois efeitos: efeito de substituição e efeito de rendimento. A sua validade impõe que o primeiro efeito prevaleça sobre o segundo.

Mais recentemente, uma linha de investigação iniciada por Graham (1996ª, 1996b e 2000) veio permitir que se desenvolvesse uma metodologia de cálculo da taxa de imposto marginal, a que cada empresa está exposta, face a uma unidade de rendimento adicional gerado no presente. O cálculo desta taxa, bem como a compreensão dos seus efeitos na política de endividamento da empresa, ao mesmo tempo que vem reforçar as correntes de investigação que defendem que a estrutura do capital não é neutra em termos de valorização da empresa, veio permitir estabelecer uma função do benefício fiscal do endividamento, que cada empresa possui na sua estrutura de financiamento.

No campo empírico a investigação existente tem seguido, fundamentalmente, três caminhos. Um primeiro grupo de trabalho tem procurado testar a influência da fiscalidade na estrutura do capital das empresas, analisando a relação existente entre as «outras fontes de protecção fiscal disponíveis» e o peso do endividamento na sua estrutura de financiamento.

Neste domínio os resultados a que a investigação empírica tem vindo a ser conduzida para além de se mostrarem divergentes, parecem ser influenciados pelos indicadores utilizados para medir o atributo em questão. Um grupo de estudos tem-se centrado na análise das alterações da estrutura do capital das empresas em situações pontuais, normalmente caracterizadas quer por necessidades suplementares de financiamento externo, quer por alterações pontuais e significativas de variáveis fiscais que afectam,

directa ou indirectamente, a tributação dos rendimentos das sociedades e dos investidores. Este estudo, ao contrário dos anteriores, revelaram-se consensuais no que se refere aos efeitos da fiscalidade nas decisões relativas á estrutura do capital das empresas.

Por fim, um terceiro grupo tem procurado, por um lado, testar se o recurso ao endividamento, por parte de uma determinada empresa, se encontra relacionado com a taxa de imposto marginal específica e, por outro, quantificar a percentagem do valor da empresa que é devida à poupança fiscal proporcionada pelo seu endividamento. Os resultados deste estudo revelam também que a fiscalidade não é neutra no que se refere ao valor da empresa.

Dado que os custo de insolvência financeira pode constituir um travão à expansão do endividamento e, consequentemente, aos benefícios fiscais que o mesmo poderá proporcionar. A investigação, embora não seja consensual, tem revelado que a dimensão da empresa, a composição do seu activo fixo, bem como a volatilidade dos seus resultados (risco de negócio), se assumem como potenciais determinantes da sua estrutura do capital.

Diversos estudos têm proposto modelos analíticos para prever e, assim tentar prevenir situações de falência. Estes modelos têm-se tornado cada vez mais complexos, pelo facto de incorporarem as diversas dimensões da empresa.

As vantagens que normalmente são atribuídas ao endividamento, que as empresas incluem na sua estrutura do capital, não se esgotam nos benefícios fiscais que, eventualmente, o mesmo poderá proporcionar. Da gestão da estrutura do capital resultam igualmente, outros benefícios como a minimização dos custos que provêm dos conflitos de interesses que se podem travar no seio das empresas modernas.

2.3 A estrutura do capital na perspectiva da teoria de agência

2.3.1 Principais linhas de argumentação – evidência teórica e empírica

Numa economia de mercado, as organizações em geral e as sociedades de capitais em particular – das quais são de destacar as sociedades anónimas – são unidades cada vez mais complexas no seio das quais coexistem múltiplos interesses, não raras vezes conflituosos. Estes conflitos, ao gerarem ineficiência, perturbam o funcionamento da empresa e, consequentemente, repercutem-se no seu valor. Reconhecendo este facto, a partir da segunda metade da década de setenta, começam por assumir relevância na literatura os argumentos de que as decisões relativas à estrutura do capital podem atenuar, ou mesmo eliminar, alguns daqueles conflitos e, por consequência, os seus custos, nomeadamente aqueles que resultam da separação entre a propriedade e a administração das sociedades.

Este tipo de abordagem, iniciado por Meckling (1976), apoia-se nos ensinamentos da teoria de agência (teoria dos custos de delegação) – onde se reconhece que, embora os conflitos de interesses sejam intrínsecos ao funcionamento das organizações modernas, pois os diferentes intervenientes não têm os mesmos direitos sobre os recursos daquelas, nem as mesmas responsabilidades e, como tal, nem sempre existe uma convergência dos seus interesses, eles podem ser resolvidos considerando que a base da empresa se encontra num conjunto de contratos formais e informais – e fundamenta-se na análise dos factores que poderão conduzir ao equilíbrio de interesses entre os administradores (agents) e os investidores (principals).

No seu trabalho pioneiro, Jensen e Meckling (1976) identificam dois tipos de conflitos e, consequentemente, distinguem os custos de agência que lhes estão associados: por um lado, aqueles que advêm do conflito de interesses entre os accionistas, simultaneamente administradores, e os restantes (agency cots of equity) e, por outro, os que resultam do conflito de interesses entre os accionistas e os credores da empresa (agency costs of debt).

O endividamento enquanto meio para resolver os conflitos de interesses entre administradores e accionistas

Jennsen e Meckling (1976), começam por admitir uma empresa inicialmente financiada, exclusivamente, por capitais detidos por um único proprietário – sendo ele que assume, também, a direcção dos seus destinos – e analisam o seu comportamento face a uma abertura do capital a accionistas externos. Após a abertura do capital da empresa a investidores externos, os administradores, embora suportem unicamente uma responsabilidade acrescida sobre as actividades desenvolvidas (abstendo-se, por vezes, de usufruir de certas regalias que o lugar lhes proporciona), vêem-se forçados a repartir os «louros» com os restantes accionistas.

Poderão ser tentados a prosseguir o seu interesse próprio (aproveitando ao máximo as regalias que o lugar lhes proporciona), em detrimento do objectivo global da maximização do valor da empresa, pois eles suportam o custo total de se privarem de certas regalias e recebem apenas uma parte do benefício. Esta ineficiência será tanto menor quanto maior for a sua participação no capital próprio da sociedade.

Supondo um mercado de capitais onde as expectativas dos investidores são racionais, estes irão antecipar aquele tipo de comportamento por parte dos administradores e, por consequência, o preço que estão dispostos a pagar por cada acção que lhes é oferecida, reflecte a probabilidade de ocorrência desse comportamento. Esta redução do valor dos títulos é apontada como uma consequência dos conflitos de interesse resultantes da separação entre a propriedade e a administração da empresa.

Apesar de o efeito sobre o valor dos títulos, motivado pela abertura do capital a accionistas externos, poder ser minorado pelo sistema de acompanhamento e vigilância implementado pelo principal, não pode esquecer-se que aquele sistema implica custos, conforme referido. Assim, uma forma de o empresário, único proprietário, financiar as novas oportunidades de investimento rendíveis, sem sofrer grandes perdas de utilidade, deverá centrar-se na procura de fontes de financiamento que minimizem os conflitos de interesses referidos e, consequentemente, evitem os custos de agência que lhes estão associados.

A investigação que tem sido levada a cabo nesta área é consensual no que se refere às potencialidades do endividamento, enquanto forma de atenuar os conflitos de interesses

a que nos temos vindo a referir, apesar de apresentar algumas especificidades no que diz respeito à fundamentação a que recorre.

Jensen (1986) argumenta que os conflitos de interesses entre accionistas e administradores se colocam, com especial importância, quando a empresa gera um cash-flow «excedentário» (free cash-flow). Esta situação é propícia para que os administradores sejam tentados a seguir os seus próprios objectivos, ao transferirem estes recursos para o seu património privado.

Paralelamente, como também argumenta Stulz (1990), mostram-se cepticos em distribuir estes recursos aos sócios/accionistas, ao preferirem aplica-los em projectos cuja rendibilidade é diminuta ou até negativa (problema de sobre-investimento), pois o crescimento da empresa é visto como um aumento da sua importância, bem como da sua remuneração.

Em face destes possíveis comportamentos, aqueles autores defendem uma solução de financiamento que equacione o recurso ao endividamento. Esta solução, ao obrigar a que se tenha que fazer face à satisfação do serviço da divida, limita a quantidade de recursos que podem ter uma utilização discricionária por parte dos administradores. Mas, a par deste beneficio, o recurso ao endividamento também apresenta desvantagens, sendo que a principal reside no facto de o pagamento do serviço da dívida poder vir a esgotar (ou até mais do que isso) os meios libertos brutos da empresa, reduzindo (ou mesmo absorvendo), desta forma, os fundos disponíveis para investimentos rendíveis.

Como demonstra Stulz (1990), o recurso ao endividamento, enquanto veículo para reduzir a quantidade de recursos que se encontram ao alcance de uma utilização discriminária por parte dos administradores, apenas é recomendado quando os custos de controlo da actividade dos administradores são muito elevados, o mesmo é dizer, sempre que uma unidade monetária suplementar de encargos financeiros que o mesmo implica é compensada pelo benefício marginal que produz.

Haugen e Senbet (1987) e Narayanan (1988), defendem que a resolução dos conflitos de interesses entre accionistas e administradores poderá ser através da emissão de títulos que combinem as vantagens do endividamento com as do capital próprio. Assim, sugerem que a resolução daqueles conflitos e, por consequência, a optimização do valor

da empresa deverá passar pela emissão de títulos híbridos, como as obrigações convertíveis.

Segundo Haugen e Senbet, a emissão de obrigações convertíveis permite atenuar as ineficiências associadas á existência de recursos que podem vir a ter uma utilização discricionária por parte dos administradores, ao mesmo tempo que suavizam as desvantagens do endividamento, nomeadamente aquelas que são apontadas por Stulz (1990). Porém, Narayanan (1988) argumenta que este resultado apenas é obtido se a conversão daqueles títulos se tornar efectiva.

Barnea et al. (1985), propõem um sistema que procura incentivar os administradores a trabalharem no sentido da maximização do valor da empresa. Este sistema consiste num plano de motivação dos administradores, baseado em stock options, associado a um plano de ditribuição de uma parte do free cash-flow existente aos administradores.

John e John (1993) desenvolvem um modelo onde se procura determinar um plano de incentivos a facultar aos administradores, com o propósito de alinhar os seus interesses com os dos accionistas, credores, trabalhadores e consumidores e assim atenuar os custos de agência provocados pelos conflitos que se podem vir a travar entre as diferentes partes.

O endividamento enquanto fonte de conflitos de interesses entre accionistas e credores

Os conflitos de interesses entre accionistas e credores, identificados por Jensen e Meckling (1976), resultam, fundamentalmente, do facto de os primeiros poderem vir a investir sub-optimamente – do ponto de vista da maximização do valor da empresa – e a seguir condutas que podem levar a uma má performance operacional, com o intuito de transferirem uma parte substancial da riqueza da empresa em seu favor, principalmente quando aquela se encontra fortemente endividada.

Por outro lado, os administradores/accionistas das empresas endividadas são tentados a investir em projectos de risco elevado os fundos previamente obtidos junto dos credores, aumentando, consequentemente, o risco da empresa face á expectativa inicial dos credores. Este comportamento é claramente lesivo do interesse dos credores e irá contribuir para a valorização do capital próprio à custa dos capitais alheios. Ao

investirem o dinheiro dos credores em projectos de risco e rendibilidade elevados, arriscando frequentemente a falência da empresa, obtêm a maior parte dos ganhos se o projecto não falhar; se, pelo contrário, o projecto falhar, as perdas são suportadas, sobretudo, pelos credores, numa sociedade cuja responsabilidade dos seus sócios é limitada.

Os administradores das empresas muito endividadas, que actuam no interesse dos accionistas, tenderão a favorecer os projectos com alto risco (comportamento que é designado na literatura por «efeito de substituição de activos», visto que a perda potencial do valor das acções, em caso de falhanço, é mais do que compensada pelo ganho obtido á custa dos credores, em caso de sucesso.

Por outro lado, como salienta Myers (1977), os accionistas de uma empresa financeiramente insolvente podem mesmo recusar boas oportunidades de investimento se, para as concretizarem, for necessário contribuírem com capitais próprios frescos, dado que estes, ao aumentarem o activo da empresa, reduzem a probabilidade de insolvência e aumentam a remuneração dos activos obrigacionistas se a mesma ocorrer, originando, desta forma, uma subida do valor de mercado das obrigações à custa das contribuições dos accionistas e da taxa de retorno do investimento. Assim, qualquer oportunidade de investimento pode ter um valor reduzido para os accionistas, uma vez que os seus benefícios terão que ser repartidos com os obrigacionistas. Como consequência, os accionistas mostram-se relutantes em contribuir com capitais, não se escusando, por vezes, em descapitalizar a empresa.

Os credores, ao aperceberem-se que estão expostos a estes «jogos» que os colocam numa posição de perda, irão querer ver assegurada a sua posição, exigindo, ex ante, taxas de remuneração mais elevadas (que os compensem pelo maior risco que correm) e/ou contratos de empréstimos que acautelem a sua posição, ou seja, que lhes atribuam o direito de se oporem a decisões potencialmente perigosas (Brealey e Myers, 1998).

Quer o acréscimo das taxas de remuneração exigidas pelos credores, quer a negociação de contratos, bem como as restrições que estes impõem no que respeita às decisões operacionais e de investimento, são considerados custos de agência do endividamento (agency costs of debt) que terão de ser suportados pelos accionistas.

Park (2000), desenvolve um modelo onde demonstra, igualmente, que a estrutura do endividamento constitui um importante mecanismo de redução dos custos de agência, sempre que se colocam problemas severos de comportamento oportunista por parte dos devedores. Á luz do modelo proposto, o endividamento de curto prazo, ao obrigar a renegociação dos contratos com uma maior frequência, possibilita e induz um maior acompanhamento por parte dos intermediários financeiros, constituindo uma forma de prevenir ex ante os eventuais comportamentos oportunístícos dos devedores, ao mesmo tempo que permite evitar os problemas de sub-investimento.

A par dos esforços de modelização que se têm centrado no papel do endividamento, enquanto mecanismo interno para atenuar os custos de agência do capital próprio, uma outra linha de investigação tem-se voltado para o papel da política de dividendos.

2.3.2 Conclusão

As decisões relativas á estrutura do capital das empresas, embora não sendo o único mecanismo que pode ser utilizado para atenuar, ou mesmo eliminar, os conflitos de interesses que surgem, com frequência, nas empresas modernas – nomeadamente aqueles que resultam da separação entre a propriedade e a sua administração -, assumem um papel de relevo no alcance de tal objectivo. A modelização iniciada por Jensen e Meckling (1976), apesar de ter seguido caminhos diferentes, tem revelado que as decisões de estrutura do capital, que conduzem ao aumento do peso do endividamento, contribuem para atenuar os conflitos de interesses entre accionistas e administradores, que assumem especial importância nas empresas que geram um free cash-flow significativo.

O endividamento, ao obrigar os administradores a satisfazerem o serviço da divida, contribui para reduzir os recursos que podem ser investidos sub-optimamente ou desviados para o património particular dos administradores. Contudo, como argumenta Stulz (1990), o endividamento, quando excessivo, também apresenta inconvenientes, residindo o principal no facto de o pagamento do serviço da dívida poder comprometer a aceitação de projectos rendíveis. Este facto tem mesmo levado alguns autores a proporem a emissão de títulos híbridos como as obrigações convertíveis, ou, ainda, a implementação de planos de recompensa dos administradores, com vista a alinharem os seus interesses com os dos accionistas.

Se, por um lado, o recurso ao endividamento contribui para reduzir os conflitos de interesses, que eventualmente podem surgir entre administradores e accionistas, por outro, tende a agravar os conflitos de interesses entre estes últimos e os credores e, por consequência, os custos que daí resultam.

Reconhecendo este facto, Jensen e Meckling (1976) defendem uma estrutura de capital óptima onde o somatório dos custos de agência, que resultam dos dois tipos de conflitos, é minimizado. Na senda do trabalho daqueles autores, a investigação que tem sido levada a cabo neste domínio, ao mesmo tempo que continua a defender a existência de uma estrutura do capital que minimiza os diversos custos de agência, tem evidenciado diferentes mecanismos, internos ou externos, que podem ser utilizados para a minimização daqueles custos. Entre estes destaca-se o recurso ao endividamento, a maturidade dos contratos de endividamento, a política de dividendos, o tipo de investidores e os planos de compensação dos administradores.

Adicionalmente, a investigação tem, ainda, evidenciado algumas das características da empresa que podem influenciar a importância dos diferentes custos de agência e, consequentemente, as decisões relativas á sua estrutura do capital. Entre essas características realce-se a sua capacidade de gerar free cash-flow, a percentagem do capital detido pelos seus administradores, a sua estrutura de propriedade e as suas oportunidades de crescimento.

Da análise da importância dos custos de agência no contexto das PME´s pode concluir-se que os custos de agência, que resultam dos conflitos de interesses entre administradores e accionistas, assumem uma importância diminuta, ou mesmo nula, pois, normalmente, nestas empresas não existe separação entre a propriedade e a administração. Contudo, nas PME´s com vários proprietários, em que todos assumem a condução dos destinos da empresa, podem surgir conflitos de interesses entre eles, dando origem a uma nova categoria de custos de agência.

Os conflitos de interesses entre accionistas/proprietários e credores, bem como os custos de agência que lhes estão associados, assumem especial relevância no caso das PME´s, pois é nestas empresas onde existem maiores assimetrias de informação entre ambas as partes, relativamente ao valor da empresa

2.4 Assimetrias de informação e estrutura do capital

2.4.1 Principais linhas de argumentação – evidência teórica e empírica

Em complemento a todo o trabalho analítico que se tem orientado no sentido de identificar os factores determinantes da estrutura óptima do capital, baseando-se no confronto entre os benefícios fiscais e os custos de insolvência financeira e de agência resultante do financiamento pela divida, o reconhecimento de que nos mercados existem assimetrias de informação entre os administradores (insiders) e os investidores em geral (outsiders) tornou possível alargar o campo de análise.

Esta linha de abordagem, ao acreditar que os administradores possuem mais e melhor informação do que a generalidade dos investidores actuais e futuros – no que se refere á situação presente da empresa e às suas perspectivas futuras -, ao mesmo tempo que demonstra que as decisões relativas á estrutura do capital constituem um importante instrumento de sinalização dos suplementos de informação que aqueles possuem, evidencia que a estrutura do capital de cada empresa reflecte o resultado das condicionantes impostas pela existência de assimetrias de informação.

A fundamentação desta linha de abordagem articula-se com dois eixos fundamentais, considerando-os em separado e/ou em simultâneo, a saber: (i) interacção entre as decisões de investimento e a escolha das fontes de financiamento e (ii) transmissão de informação ao mercado, consoante a natureza das fontes de financiamento a que se recorre.

A estrutura do capital enquanto instrumento de sinalização da qualidade da empresa e dos seus projectos

Num mercado perfeito e eficiente relativamente à informação disponível, mas onde existem assimetrias de informação entre os diferentes intervenientes, os administradores tendem a utilizar sinais para comunicarem aos investidores os suplementos de informação que possuem e, assim, provocarem alterações nas suas expectativas quanto à rendibilidade e ao risco da empresa.

No domínio das finanças empresariais, as decisões relativas á escolha da estrutura do capital e á política de dividendos constituem as variáveis de decisão que, com mais frequência, têm sido consideradas como instrumentos de sinalização.

Ross (1977), partindo de um mercado de capitais perfeito e supondo que os agentes económicos são neutros face ao risco, apresenta um modelo pioneiro onde se demonstra que os administradores podem utilizar o nível de endividamento para sinalizarem aos investidores as suas expectativas quanto aos fluxos de rendimentos esperados e, assim, modificarem as expectativas destes últimos quanto á qualidade da empresa.

Keasey e Waston (1996), inspirando-se no modelo de Leland e Pyle (1977) e tendo em conta o difícil acesso das PME´s ao mercado de capitais – em virtude das fortes assimetrias de informação de que são vítimas, dada a inexistência de uma avaliação destas por parte do mercado -, desenvolveram um modelo destinado a determinar qual a fracção de capital próprio a afectar a empresa (projecto), por forma a sinalizar a qualidade do mesmo.

O modelo proposto inspirou-se na teoria das opções e teve em conta o facto de que nestas empresas o empresário procura aumentar a sua remuneração através da transferência de riqueza da empresa para o seu património particular. Os credores, no momento da negociação do crédito, embora tenham consciência deste possível comportamento por parte do empresário, muito pouco podem fazer para o evitar. Porém, conhecem o montante de capitais próprios no momento da negociação dos contratos de crédito e possuem uma estimativa dos comportamentos do empresário – formulada com base na sua reputação -, bem como dos resultados esperados da empresa (projecto). Tendo em conta estes parâmetros, os credores procuram assegurar a sua posição, pela via de garantias reais.

O montante de capitais próprios no início do período sinaliza ao mercado o comprometimento de empresário para com a empresa (projecto). Em face desta situação, os autores defendem que as PME´s podem solucionar os problemas de sub-investimento advindos, quer das assimetrias de informação a que estão expostas, quer dos elevados custos de agência que enfrentam, através de uma política de financiamento adequada.

Reacção do mercado face ao anúncio de financiamento

Uma revisão dos principais trabalhos que se têm voltado para a compreensão da reacção dos mercados financeiros face às alterações da estrutura do capital revela as seguintes

tendências: por um lado, um impacto negativo dos anúncios da emissão de capital próprio (acções) sobre o valor da empresa e, por outro, uma reacção menos negativa – não raras as vezes positivas – face á emissão de títulos da divida. Porém, a par destas tendências, que têm sido evidenciadas pela maioria dos estudos empíricos, alguns trabalhos sustentam que o mercado acolhe favoravelmente a emissão de capital próprio, nomeadamente quando a empresa sinaliza convenientemente a validade dos projectos que pretende financiar, bem como a qualidade da sua gestão.

Para explicar o comportamento do mercado, face às decisões de emitir títulos da divida ou fracção do capital, têm sido evocados, com maior frequência, três motivos fundamentais: (i) a racionalidade dos investidores; (ii) o efeito preço e (iii) a tese de expropriação da riqueza dos accionistas.

Racionalidade dos investidores

Os administradores, ao efectuarem as suas escolhas, tendem a proteger os accionistas que representam (accionistas existentes), admitindo que estes são passivos. Os investidores, ao terem consciência deste comportamento, face ao anúncio de emissão de acções, procedem a uma reavaliação dos títulos, na medida em que sabem que os administradores apenas recorrem a esta operação quando a empresa se encontra sobreavaliada.

Os anúncios da emissão de acções são acompanhados de uma descida da sua cotação, descida esta que será tanto maior quanto maiores forem as assimetrias de informação, como é evidenciado em trabalhos como os de Meyrs e Majluf (1984), Krasker (1986) e Korajczyk et al. (1992). Em face desta situação, o financiamento pela dívida é preferível a uma emissão de capital próprio.

Myers e Majluf (1984) sustentam que a queda da cotação das acções, mais pronunciada do que a queda da cotação dos títulos da divida, é explicada pelo comportamento racional dos investidores. O seu modelo, onde se defende a hipótese de uma hierarquia de preferências aquando da escolha de fontes de financiamento, baseia-se naquele comportamento e, consequentemente, nas diferentes reações do mercado face á emissão de diferentes categorias de títulos.

Segundo aqueles autores, a emissão de capital próprio, ao ser fortemente penalizada pelo mercado, apenas tem lugar quando o endividamento apresenta um risco muito elevado e, por consequência, o seu custo não é suportado pela empresa.

Porém, McConnell e Muscarella (1985) e, mais recentemente, Cooney e Kalay (1993) e Marsden (1996), colocaram em causa esta conclusão. Segundo estes autores, sempre que o mercado antecipa a existência de um novo projecto cujo VAL é positivo, o anúncio da emissão de capital para o financiar poderá ser acompanhado de uma subida da cotação das acções.

Neste mesmo sentido, Viswanath (1993) defende que a reacção do mercado depende das assimetrias de informação nos períodos correntes e futuros. Dado que o VAL dos projectos realizados no presente reduzem a amplitude da variação da cotação das acções face ao anúncio de uma nova emissão, o autor conclui que a reacção do mercado, perante o anúncio de uma nova emissão de acções, será negativa unicamente se as assimetrias de informação esperadas no futuro forem muito fortes, contrariamente às correntes, ou se o projecto a financiar for pouco rendível.

Explorando contextos diferentes, trabalhos como os de Brennan e Kraus (1987), Bradford (1987) e John e Williams (1985), ao colocarem ênfase nos mecanismos que podem ser utilizados pela empresa para sinalizar ao mercado a sua situação real, fornecem apoio a um efeito positivo na cotação das acções, face ao anúncio da sua emissão.

John e Willians (1985) desenvolveram um modelo onde a sinalização das expectativas da empresa, acerca dos seus resultados presentes e futuros, é levada a cabo pela via da política de dividendos praticada. No contexto do seu modelo é conseguido um equilíbrio de sinalização pela conjugação da política de dividendos e do anúncio da emissão de títulos.

De acordo com esta escola os agentes, ao actuarem nos mercados financeiros, não esquecem a sua condição humana, marcada por crenças, costumes, preconceitos e outras razões de ordem psicológica, sendo assim susceptíveis de cometerem erros cognitivos aquando da tomada das decisões financeiras.

Efeito preço

Em complemento aos argumentos apresentados, que se prendem com a racionalidade dos investidores, Hess e Bhagat (1986), Kalay e Shimrat (1987), Loderer et al (1991), entre outros, recorrem aos princípios macroeconómicos de efeito preço e de elasticidade da procura para explicarem a reacção negativa do mercado face á emissão de novas acções. Segundo a teoria económica, sempre que a oferta de um bem aumenta, o equilíbrio de mercado estabelece-se pela via da baixa dos preços. Essa descida será tanto maior quanto menor for a possibilidade de substituição do bem, ou seja, a rigidez da procura. Assim, segundo os autores acima referidos, sempre que uma empresa recorre á emissão de acções aumenta a oferta destes títulos específicos, o que conduz a uma queda da sua cotação tanto maior quanto menor for a elasticidade da procura desses títulos face á sua cotação.

Tese de expropriação da riqueza dos accionistas

No quadro da teoria de agência, o recurso á emissão de capital próprio – por parte das empresas com pouco endividamento, rendíveis e com poucas oportunidades de crescimento – acresce a quantidade de fundos que podem ter uma utilização discricionária por parte dos seus administradores e, consequentemente, aumenta os custos de agência do capital próprio, os quais contribuem para a redução do valor da empresa. Assim, dado que os investidores incorporam o acréscimo destes custos na sua avaliação dos títulos, estas empresas tendem a ser penalizadas pelo mercado aquando do anúncio da emissão de novas acções.

A emissão de capital próprio por parte daquelas empresas, como sublinha Ly (1998), conduz a uma transferência de riqueza dos accionistas para os credores, pois a queda da cotação das acções, face ao anúncio da sua emissão, deverá ser acompanhada de um aumento equivalente do valor da divida, á luz da hipótese da conservação do valor.

Evidência empírica

Baseando-se, fundamentalmente, na metodologia de estudo de eventos, os trabalhos que se têm preocupado com a quantificação do efeito do anúncio da emissão de títulos sobre a sua cotação de mercado têm revelado que o sentido e a importância do efeito dependem da natureza da operação.

Da análise dos principais resultados a que a investigação empírica tem vindo a ser seguida, resultam as seguintes tendências:

- O anúncio da emissão de novas acções, quando comparado com o anúncio da emissão de outros títulos, é o que provoca um maior efeito na cotação de mercado dos títulos;

- O anúncio da emissão de acções é acompanhado de uma queda da sua cotação, salvo quando provém de empresas que possuem fortes oportunidades de crescimento ou se encontra associado a mecanismos que sinalizam ao mercado a qualidade da entidade emitente;

- Ao contrário das emissões públicas, a colocação privada de acções é, geralmente, acompanhada de uma subida da cotação dos títulos;

- Não se registam rendibilidades anormais, estatisticamente significativas, associadas á emissão de obrigações;

- As emissões de obrigações convertíveis são mais penalizadas pelo mercado do que as emissões de obrigações clássicas.

Yosha (1995) e Berlin e Butler (1996) exploram a informação transmitida aos concorrentes acerca da qualidade dos projectos que a empresa pretende financiar. Apesar de ambos os trabalhos partirem da ideia de que o recurso ao endividamento bancário transmite uma menor informação aos concorrentes da empresa, o primeiro defende que a confidencialidade se traduz num benefício para aquela, e o segundo como uma fonte de custos.

Rajan (1992) argumenta, o acompanhamento e o controlo bancário se, por um lado, permite uma detecção precoce dos projectos com VAL negativo e a sua eliminação, por outro, limita o esforço da empresa dado que possibilita uma expropriação de parte da riqueza gerada em caso de sucesso do projecto.

Em face destes argumentos, o autor defende as seguintes hipóteses de comportamento: (i) as empresas que possuem projectos de elevada qualidade, relativamente aos quais se perspectivam rendimentos futuros importantes, tendem a optar pelo endividamento directo; (ii) as empresas que possuem projectos de fraca qualidade retiram pouco proveito ao recorrerem ao endividamento bancário, pois existe uma forte probabilidade de este resultar numa liquidação precoce e (iii) só as empresas que possuem projectos de qualidade intermédia optam por este tipo de financiamento. Estas hipóteses encontram suporte empírico no trabalho de Houston e James (1996), mas são rejeitadas por Johnson (1997), Krishnaswami et al. (1999) e Anderson e Makhija (1999).

2.4.2 A hipótese da pecking order

Ao contrário dos modelos que têm defendido uma estrutura do capital óptima, baseando-se nos benefícios fiscais e nos custos de insolvência financeira e de agência resultantes do recurso ao endividamento versus capital próprio, tem vindo a ganhar especial relevância na literatura, desde meados da década de oitenta, uma nova corrente de abordagem. Esta sustenta que as empresas, em vez de procurarem uma estrutura normativa do capital, manifestam uma hierarquia de preferência aquando da escolha das suas fontes de financiamento – hipótese de comportamento, habitualmente designadas na literatura por «pecking order hypothesis».

A fundamentação desta hipótese, assenta, em larga medida, na consideração e compreensão dos efeitos que as assimetrias de informação, entre insiders e outsiders, podem exercer nas decisões de escolha entre diferentes fontes de financiamento. A sua formulação pode ser resumida, de acordo com Myers (1984, pp. 581-582), da seguinte forma:

- As empresas possuem uma clara preferência pelo auto-financiamento, relativamente ao financiamento externo;

- Face às oportunidades de investimento esperadas, as empresas adoptam gradualmente os seus rácios objectivos de distribuição de resultados (payout ratios), de modo a evitarem que estes sofram alterações severas;

- A necessidade de uma política de dividendos estável, aliada às flutuações não previsíveis da rendibilidade da empresa e das suas oportunidades de investimento, implica que os fundos gerados internamente sejam superiores ou inferiores às

exigências de financiamento impostas pelas oportunidades de crescimento. Se os fundos forem superiores a empresa amortiza divida ou adquire títulos negociáveis nos mercados de capitais, se forem inferiores, vende os títulos negociáveis que possuí;

- Se o financiamento externo é exigido, as empresas começam por recorrer ao endividamento; seguidamente emitem títulos híbridos – de que são exemplo as obrigações convertíveis – e, só em último recurso, recorrem á emissão de novas acções.

Das origens da hipótese da pecking order á sua fundamentação teórica

A hipótese segundo a qual as empresas parecem seguir uma hierarquia de preferência quando escolhem as suas fontes de financiamento, apesar de ter ganho fundamento teórico em meados dos anos oitenta com os trabalhos de Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), não é nova. Já no início dos anos sessenta Donaldson (1961), ao estudar as práticas de financiamento das empresas americanas, notou que a grande maioria das empresas incluídas na amostra estudada preferia financiar as suas oportunidades de investimento com fundos gerados internamente. Algumas empresas manifestaram mesmo um desejo claro em manterem uma taxa de crescimento a longo prazo que fosse compatível com a sua capacidade de auto-financiamento, ao parecerem aplicar critérios de selecção mais apertados em relação às oportunidades de investimento que necessitam, ou poderiam vir a necessitar, de financiamento externo.

O financiamento externo era, assim, encarado com relutância pelas empresas, pois só recorriam a ele em situações ocasionais e inevitáveis de necessidade de fundos, ou seja, em situações de défice de recursos internos, que geralmente não era colmatado ou atenuado com políticas restritivas de dividendos. Os cortes nos dividendos, ao serem mal recebidos pelos investidores, pelo menos no curto prazo, eram impensáveis para os administradores, excepto como uma medida defensiva num período de extrema dificuldade financeira.

As empresas, em lugar de seguirem uma política de alterações bruscas dos dividendos, ditada pelas oportunidades de investimento, procuravam seguir uma política de dividendos estável, ou seja, tendiam a adaptar gradualmente os seus rácios objectivos de distribuição de resultados às alterações esperadas nas oportunidades de investimento.

A forte confiança das empresas nos fundos gerados internamente e na divida, na insuficiência dos primeiros, segundo Donaldson (1961), é clara quando se olha para as suas emissões de acções. Apesar de muito poucas empresas estudadas restringirem nos seus estatutos a emissão de novas acções, a maior parte delas não tinha recorrido a esta fonte de financiamento nos últimos 20 anos e não previa uma emissão para um futuro próximo, apesar de reconhecerem a valorização das mesmas.

Uma explicação para a maior confiança nos fundos gerados internamente e uma preferência pela divida relativamente à emissão de novas acções, quando o financiamento externo se torna inevitável, Donaldson (1961). Segundo o autor, os administradores evitam o financiamento externo porque este iria sujeitá-los às influências disciplinadoras do mercado de capitais, ao mesmo tempo que as iria expor «à observação penetrante da publicidade e à atenção dos accionistas».

Os administradores preferem financiar-se com fundos internos, o que lhes evita estes constrangimentos. Se o financiamento externo for inevitável, a dívida é preferível porque é, decerto, menos acompanhada pelo público relativamente a uma emissão de novas acções, ou seja, expõe menos os administradores.

Embora a explicação avançada por Donaldson possa motivar a hipótese de pecking order, ela apresenta-se frágil se aceitarmos que os administradores agem no sentido de maximizar a riqueza dos accionistas existentes e não apenas no sentido de evitar a disciplina dos mercados de capitais, como o autor fazia crer ao sublinhar que as decisões financeiras das empresas estudadas não estavam direccionadas para a maximização da riqueza dos accionistas.

Segundo o seu diagnóstico, impunham critérios demasiados exigentes para aceitarem as oportunidades de investimento que necessitam de fontes de financiamento externas, ao seguirem, no longo prazo, uma taxa de expansão adequada à sua capacidade de auto-financiamento. Contudo, no estado actual da teoria financeira, não é tão evidente que o financiamento baseado na hipótese da pecking order vá contra o interesse dos accionistas existentes, pois ela pode encontrar fundamento teórico em motivos económicos perfeitamente racionais. Entre esses motivos realce-se os diferenciais nos custos de emissão, os efeitos fiscais e os que resultam das assimetrias de informação.

Os custos de emissão inexistentes para os recursos internos são geralmente menores para a emissão de divida do que para uma emissão de novas acções, podem, só por si, levar a empresa a preferir os fundos gerados internamente ao financiamento externo por via do segmento acionário e o endividamento à emissão de capital próprio fresco.

Os mercados são perfeitos e eficientes relativamente á informação disponível. Assim, segundo este tipo de modelização, as opções de financiamento da empresa possuem um conteúdo informacional, pois são interpretadas pelo mercado como um sinal da informação interna que é vedada aos investidores e, como tal, podem ser usadas pelos administradores para provocarem alterações nas expectativas dos investidores, quanto à rendibilidade e ao risco da empresa, ao permitir-lhe comunicar os suplementos de informação que possuem.

Explorando esta linha de pesquisa, Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), ao mesmo tempo que se afastam dos modelos que defendem a existência de uma estrutura do capital óptima, fornecem aquele que é considerado o principal suporte teórico da hipótese da pecking order.

Evidência empírica

Apesar de alguns trabalhos lançarem dúvidas, no plano teórico, sobre a hipótese da pecking order, considerando-a uma perspectiva não definitiva, os estudos empíricos levados a cabo em diferentes países, durante as últimas décadas, têm-lhe fornecido um amplo apoio. Uma vez que relativamente ao primeiro grupo de trabalhos já tivemos oportunidade de nos referir numa das secções anteriores, concentrar-nos-emos, agora, nos estudos que têm procurado testar directamente a hipótese da pecking order.

Como um dos primeiros trabalhos neste domínio refira-se o de Chundson (1945) – citado em Baskin (1989) – onde, utilizando dados referentes ao exercício económico de 1937 para uma amostra de empresas americanas, verificou que, independentemente da dimensão e do sector de actividade, as empresas mais rendíveis possuem um menor rácio de endividamento.

Porém, é Baskin (1989) quem, pela primeira vez, procura testar de perto a hipótese da pecking order, ao analisar o efeito da rendibilidade, do crescimento e da política de dividendos das empresas sobre os seus rácios de endividamento.

Para testar o efeito da política de dividendos sobre os rácios de endividamento, Baskin introduziu no seu modelo os lucros distribuídos no passado (primeiro os de 1960 e depois os de 1965), obtendo, em ambos os casos, coeficientes significativamente positivos para a variável dividendos, mantendo-se o sinal e a significância estatística dos coeficientes para as variáveis crescimento e rendibilidade. Estes resultados não sofreram alterações dignas de registo quando mais tarde foram incluídas no modelo 19 variáveis fictícias para controlar o «efeito indústria», ou seja, a variação dos rácios de endividamento intra-indústria não se mostrou claramente mais pequena do que aquela que ocorre entre as empresas pertencentes a indústrias diferentes.

Os resultados, agora, alcançados mostram-se, uma vez mais, de acordo com a hipótese da pecking order pois, segundo esta hipótese, a política de dividendos seguida no passado tende a exercer um efeito significativo na estrutura de financiamento presente. Tal acontece, recorde-se, porque a distribuição de dividendos, ao limitar a capacidade de auto-financiamento, obriga a empresa a recorrer ao financiamento externo para financiar as suas oportunidades de investimento e, como a informação assimétrica impõe limitações á colocação de novas acções, tende a incentivar o recurso ao endividamento.

Em face do conjunto de resultados obtidos, Baskin conclui que a estrutura do capital aparece como algo passivamente determinado pela necessidade de recursos para investir, onde o peso do endividamento varia na razão inversa da rendibilidade e na razão directa do crescimento, indiferente á existência ou não de uma estrutura óptima de financiamento.

Augustos et al (2002) inquiriram as 500 maiores e melhores empresas não financeiras portuguesas, em 1997, de acordo com a edição da revista Exame «Exame 500», obtendo 115 respostas. Apesar de o sobredito trabalho ter sido levado a cabo num contexto institucional diferente dos anteriores, revela conclusões que se situam na mesma linha. Os gestores financeiros das empresas inquiridas, aquando das decisões relativas á estrutura do capital, manifestam um comportamento que se encontra em clara sintonia com a hipótese da pecking order, ao mesmo tempo que revelam preocupações em preservar uma estrutura do capital similar relativa a empresas do seu sector/indústria. Manifestam, assim, um comportamento híbrido no que se refere às duas hipóteses em análise.

2.4.3 Conclusões

Num mercado em que existem assimetrias de informação entre insiders e outsiders, a literatura é unânime ao considerar que as decisões financeiras, em geral, e as relativas á estrutura do capital, em particular, são seguidas com especial atenção por parte daqueles que se encontram numa posição desvantajosa, relativamente à informação que possuem. Assim, as decisões relativas á estrutura do capital das empresas, para além de serem motivadas por razões de gestão, não podem ignorar o impacto que possuem nos mercados financeiros.

Neste sentido, um grupo de trabalho tem procurado, por um lado, modelizar o sinal que as decisões relativas à estrutura do capital transmitem ao mercado acerca da qualidade da empresa e dos seus projectos e, por outro, analisar empiricamente a reacção do mercado face á emissão de diferentes fontes de financiamento.

No que se refere ao primeiro aspecto, a modelização iniciada por Ross (1977) e Leland e Pyle (1977) colocou em evidência que o recurso ao endividamento transmite um sinal positivo ao mercado, ao mesmo tempo que conclui que a propensão dos administradores (melhor informados do que os investidores em geral) para recorrerem ao endividamento é tanto maior quanto mais significativa é a qualidade das suas empresas e dos seus projectos.

No campo da investigação empírica, a revisão dos trabalhos que têm analisado a reacção do mercado face á emissão de diferentes fontes de financiamento, em diferentes contextos, revela que as suas conclusões, embora não sejam absolutamente consensuais, apresentam as seguintes tendências: uma reacção negativa face á emissão de novas acções e uma reacção menos negativa, e não raras vezes positiva, face á emissão de títulos da divida.

Em face dos resultados a que nos referimos nos parágrafos anteriores, facilmente se percebe agora a observação pioneira de Donaldson (1961): as empresas tendem a seguir uma hierarquia de preferências, aquando da escolha das fontes de financiamento. Em particular, as empresas preferem financiar-se com fundos gerados internamente (auto-financiamento) e, sempre que estes se mostrem insuficientes, para financiarem o seu crescimento, emitem títulos, começando pelos títulos da divida, obrigações convertíveis,

recorrendo apenas em última instância á emissão de novas acções. Esta «pecking order hypothesis».

Embora possa encontrar fundamento nos custos de emissão e em considerações de ordem fiscal, ela apenas vem ganhar suporte teórico com o trabalho de Myers e Majluf (1984), cuja principal base assenta na consideração e compreensão de mercados onde a informação é assimétrica. Contudo, desenvolvimentos posteriores ao trabalho de Myers e Kalay (1993), Viswanath (1993), Marsden (1996), entre outros, ao mesmo tempo que levantam objecções á hipótese da pecking order, enriquecem-na em muitas das suas vertentes.

Viswanath (1993) desenvolveu um modelo dinâmico de financiamento, onde se mostra, também, que a empresa, face a um projecto rendível, tem interesse, em determinadas circunstâncias, em emitir novas acções para o financiar. Segundo o seu modelo, esta situação ocorre dado que a estratégia a adoptar no futuro é condicionada pela adoptada no período presente, sendo que são influenciadas, quer pelos diferentes estados da natureza, quer pelas assimetrias de informação no momento presente, futuro e inter-temporal.

Apesar das objecções de que é alvo no campo teórico, a hipótese da pecking order tem conseguido um grande consenso no domínio empírico, quer por parte dos estudos que têm analisado a reacção do mercado face á emissão de diferentes fontes de financiamento, quer por aqueles que se têm voltado para o seu teste directo, quer ainda, por parte dos trabalhos que a têm colocado em confronto com explicações alternativas da estrutura do capital das empresas.

Esta hipótese de comportamento, para além de ser validada no contexto das grandes empresas, segundo a investigação empírica recente, assume especial relevância no caso das PME´s, pois é nestas empresas que as assimetrias de informação são, vulgarmente, mais intensas, relativamente ao valor da empresa.

3 CAPÍTULO – Política de Dividendos

3.1 Introdução

``…In corporate news, Erstman Kodak Tumbled nearly 18 percent after the company said it will cut its dividend by 70 percent …´´

À semelhança do que acontece com a problemática da estrutura de capitais, o impacto da política de dividendos sobre o seu valor na empresa tem suscitado um amplo e controverso debate no âmbito da literatura financeira. Apesar dos esforços de modelização que têm sucedido, a decisão de distribuir resultados continua actualmente a ser alvo de forte controvérsia entre os investigadores.

Para além do impacto na política de financiamento, na tesouraria e outras variáveis da função financeira, tal decisão afecta todas as decisões relacionadas directamente com a remuneração dos investidores e a divisão desta em dividendos ou ganhos de capital (Pacheco, 1999).

Muitos dos trabalhos levados a cabo, nas últimas décadas, sobre a temática da política de dividendos reportam-se ao artigo de Modigliani e Miller (conhecidos pela sigla MM) de 1961 que, contrariando a opinião corrente na época, demonstraram que, em mercados eficientes e dada a política de investimento e de financiamento da empresa, a política de dividendos não afecta a cotação das acções. Este estudo de MM foi aceite como referência e ponto de partida para diversos trabalhos.

Brennan (1995), ao descrever a evolução da teoria financeira dos 35 anos anteriores, reconhece que tal evolução passou, essencialmente, por trabalhos que se centram na análise dos efeitos nas decisões financeiras do abandono dos pressupostos de MM.

Não se dispõe, ainda, de uma teoria normativa com aceitação consensual, continuando os factores de natureza qualitativa e subjectiva a assumir especial relevo nas principais razões invocadas para explicar o processo de tomada de decisão neste domínio (Pacheco, 1999, p. 25).

No entanto, já anteriormente haviam sido apresentados estudos sobre a política de dividendos, como o de John Burr Williams, em 1938, que estabeleceu, pela primeira vez, uma relação entre dividendos e o preço de mercado de uma acção, ou seja, o valor

da empresa. Posteriormente ao trabalho de Williams, que identificava o objectivo da empresa como sendo a maximização dos lucros e defendia a ideia de que os dividendos não tornavam os accionistas mais ricos, surgiram diferentes autores procurando analisar a política de dividendos e a sua influência sobre o valor da empresa. A questão é saber se esta situação tem influência nos preços das acções e determinar a melhor política de dividendos tendo em vista o objectivo de maximizar o valor da empresa.

Até ao início da década de 60 era quase unanimemente aceite pela teoria financeira e pelos responsáveis das empresas, que os investidores preferiam os dividendos à retenção dos resultados. Este facto levava a que muitas empresas tendessem a suportar o seu valor de mercado através de uma política activa de distribuição de dividendos. Durante os anos 60, no entanto, vários autores e diversos trabalhos contestaram tal dogma.

Nas décadas de 50 e 60, as teorias sobre a política de dividendos e o papel activo ou residual que lhe era atribuído centravam-se, essencialmente, em torno da teoria residual dos dividendos, da irrelevância dos dividendos e da relevância dos dividendos.

A perspectiva tradicional sobre a política de dividendos

Até finais da década de 50, os teóricos e os gestores defendiam a ideia de que os investidores preferiam receber dividendos e de que as empresas podiam aumentar, ou pelo menos manter, o valor de mercado das acções praticando uma política de distribuição de dividendos elevada, Hess (1992). Tal perspectiva, dita tradicional, diz que os dividendos e, sempre que possível, o acréscimo do seu valor (mais-valias), aumentam o valor das empresas através da valorização das suas acções. Os investidores preferiam a distribuição de dividendos pela segurança relativa que estes oferecem comparativamente à incerteza associada aos ganhos de capital.

Graham e Dodd (1951) ficaram especialmente ligados a esta visão, defendendo, por exemplo, que entre duas empresas com a mesma capacidade económica e com resultados idênticos, a que adoptar uma taxa de distribuição de resultados mais elevada apresentará cotações mais elevadas. Assim, concluíram pela importância do pagamento de dividendos.

Graham e Dodd (1951) procuraram determinar o valor de uma acção a partir da capitalização dos resultados e dividendos futuros. A fórmula apresentada assenta no resultado por acção e no Price Earning Ratio (PER). Para o caso de empresas sem crescimento (com taxa de distribuição de resultados de 100%), os autores sustentam que os lucros devem ser capitalizados a uma taxa de 11, 765% (correspondente a um PER de 8,5).

Segundo estes autores, as empresas na fase de maturidade devem pagar dividendos elevados de forma a reduzirem a incerteza do investimento em acções, visto que os mercados não são perfeitos e existem riscos de falência e de insolvência. Assim, os dividendos reduzem a incerteza e aumentam o preço da acção da empresa.

O trabalho apresentado por Graham e Dodd foi pioneiro no estudo das relações entre risco e retorno e por ter combinado considerações qualitativas e quantitativas no modelo de avaliação. Esse modelo assenta apenas em relações fundamentadas teoricamente, não tendo sido testadas empiricamente.

Estratégias empresariais e gestão de carteira

A ``Playing for the conquest´´, trata-se de uma estratégia essencialmente para a conquista de quotas de mercado, utilizando diversas metodologias. Em qualquer caso, uma estratégia de ``Playing for the conquist´´ só se apresenta possível se a empresa tiver à sua disposição um ``stock´´ de capital mínimo (com recurso a capital próprio e a capitais alheios).

Existe uma outra que consiste em ``Playing for survival´´ existem, nesta categoria, duas sub-estratégias, a saber:

- A da empresa ``condenada´´ a desaparecer, mas cujo ``tempo de vida´´ se procura prolongar;

- A da empresa que, em determinadas circunstâncias, poderá ser, ainda viabilizada.

Uma outra estratégia consiste em ``Playing for profit and diversification´´ aonde se distingue, duas sub-estratégias, a saber:

- A de ``Playing for short run profit and diversification´´:

- A de ``Playing for long run profit and diversification´´.

A primeira tem como função objectivo a obtenção de elevados lucros no curto prazo, no intuito de se conseguir uma rápida valorização da empresa no mercado, permitindo alavancar através do crescimento exógeno, utilizando elevado endividamento. Esta estratégia assenta na promoção pessoal do gestor, convergindo para os ``business-angels´´ impulsionada pelo binómio Yuppies-business angels. É uma estratégia que que aposta na maximização do lucro, a curto prazo, tendo em vista a obtenção de ``leverage´´.

Um investidor do tipo ``risk lover´´ prefere aplicações deste tipo pois são amantes do risco e têm como expectativa a obtenção de elevadas margens de lucro.

Existe em alternativa a outra estratégia ``Playing for long run profit and diversification´´, que tem como objectivo maximizar o lucro a longo prazo, apostando na diversificação (com redução do risco). A implementação de uma estratégia como esta implica a aposta num elevado nível de capitalização e capacidade de coordenação, em matéria de gestão, de sectores diferenciados da actividade produtiva.

Só quando os grupos empresariais começarem a enveredar por estratégias consistentes de ``Playing for long run profit and diversification´´ será possível minimizar os efeitos preversos do que designo por ``síndroma despesista´´ (Sousa, António Rebelo de, 2008 – b) e de ``comportamento FTL (follow the leader)´´.

3.2 Modigliani e Miller e a irrelevância dos dividendos

Acredita-se hoje que Franco Modigliani e Merton Miller (MM) deram um importante passo em frente na discussão em torno da influência da política de dividendos no valor da empresa, ao escreverem, em 1961, um artigo intitulado Dividend policy, growth and the valuation of shares, que continua a ser citado em muitos dos trabalhos relativos a esta temática. MM defendiam a tese da não relevância dos dividendos para o valor da empresa, concluindo não ser relevante o modo como a empresa decide aplicar os seus

lucros, distribuindo resultados ou retendo-os para reinvestimento. Por outras palavras, tal como tinham demonstrado em 1958 para as decisões de financiamento, também as decisões de distribuição de resultados não teriam capacidade para criar ou destruir valor.

Os pressupostos em que a tese de MM se apoia são, no entanto, bastante restritivos. De facto (i) os mercados de capitais são considerados perfeitos, o que significa que nenhum investidor pode influenciar o preço de mercado das acções e que a informação relevante está disponível para todos, não tem custos e é simétrica para os intervenientes, sem custos de transacção, sem impostos e os títulos são divisíveis; (iii) há ausência de incerteza, ou seja, cada investidor conhece os lucros futuros esperados por cada empresa e os seus programas de investimento.

No modelo de MM são consideradas apenas empresas não endividadas e com apenas uma categoria de títulos, acções, para evitar a potencial confusão entre política de financiamento e política de dividendos. Assim, o preço de cada acção comum devia ser tal que a rendibilidade esperada de uma acção (dividendos e mais valias) seja idêntica para todas as acções da empresa no mercado em qualquer intervalo de tempo.

Dado que a decisão de distribuição de dividendos poderia afectar o valor da empresa por duas vias conflituantes, ou seja, directamente através do montante de dividendos pagos e indirectamente através do valor de novas acções, Modigliani e Miller concluíram então que:

- O valor da empresa é determinado apenas pela sua capacidade de gerar resultados (rendibilidade dos investimentos), não sendo relevante a forma como estes são aplicados (retenção de resultados ou distribuição de dividendos);

- O pagamento de dividendos, dadas as decisões de investimento e de financiamento da empresa, não é relevante para o investidor que pode, através da compra ou venda das suas acções, reproduzir qualquer fluxo de dividendos;

- A política de dividendos seguida pela empresa não influencia o seu valor de mercado, o que significa que todas as políticas de dividendos são equivalentes, uma vez que a empresa não pode criar valor pela combinação entre dividendos e resultados retidos.

O pressuposto essencial de MM (*dividend irrelevance proposition)* é o de que a política de investimento é independente da política de dividendos e é essa que determina os

resultados e os futuros fluxos de caixa. O valor da empresa depende apenas da capacidade económica dos seus activos reais para gerar fluxos de caixa operacionais e do nível de risco inerente, e não da forma como os resultados gerados são repartidos entre dividendos e resultados retidos.

Quanto ao financiamento do crescimento da empresa, este poderá ser feito mantendo ou aumentando os dividendos, através da emissão e venda de novas acções ou diminuindo os dividendos e financiando os investimentos através dos lucros retidos.

No seu estudo, os autores consideraram que a empresa é financiada exclusivamente por capitais próprios. Todavia, a tese de neutralidade dos dividendos sobre o valor da empresa permanece válida mesmo quando estes são suportados por recurso ao endividamento. Para MM, recorrendo a um mecanismo de arbitragem, e dadas as hipóteses assumidas, o valor da empresa é independente da sua estrutura de capital. Assim, a forma de financiamento assumida com vista à distribuição de dividendos não influencia o valor da empresa.

MM concluem que, se os mercados forem perfeitos e os investidores racionais, o valor de mercado das empresas depende da rendibilidade potencial dos seus activos e da sua política de investimentos e não da política de financiamento. Os investidores podem sempre gerar os fluxos de rendimento pretendidos arbitrando entre a venda e a compra de acções. Dada a política de investimentos de uma empresa, a taxa de distribuição de resultados escolhida não influencia as cotações das acções, nem os rendimentos dos accionistas.

Como na hipótese simplificada proposta por MM o valor da empresa apenas depende dos lucros futuros esperados e da sua afectação (política de investimentos), duas empresas em tudo iguais excepto na política de dividendos têm o mesmo valor de mercado, desde que não sejam considerados impostos sobre as pessoas singulares e custos de transacção.

As críticas às conclusões de MM (1961) baseiam-se, fundamentalmente, no realismo das suas hipóteses. Entre estas, a mais salientada é a ausência de impostos sobre o rendimento dos investidores ou, quando considerados, a sua forma indiferenciada. A literatura subsequente foi abandonando os pressupostos do modelo original de MM para tentar explicar os comportamentos empresariais em termos de política de dividendos,

admitindo, implicitamente, como válidas as conclusões de MM para mercados eficientes.

Os factores que se reconhecem como afectando as decisões de distribuição de dividendos são basicamente os mesmos que influenciam as decisões de financiamento, isto é, os impostos, os custos de agência, a assimetria na informação, a sinalização, entre outros.

Efeitos fiscais e seu impacto nos investidores relativo aos dividendos

Se no domínio do debate teórico a hipótese da aversão dos investidores aos dividendos, sempre que o sistema fiscal os penalize relativamente às mais-valias e os seus efeitos na cotação das acções têm gerado controvérsia, o mesmo se passa no campo da investigação empírica.

Os testes a esta hipótese têm seguido, fundamentalmente três vias:

- Uma tem procurado testar em que medida os investidores são conduzidos por considerações relativas á taxa de rendibilidade e risco dos activos (depois de impostos pessoais), aquando da composição da sua carteira de títulos. Em particular, tem-se centrado no estudo da relação existente entre a taxa de rendibilidade ajustada face ao risco, exigida a cada acção, e o seu dividend yield;

- Outra tem estudado, o comportamento da cotação das acções á volta da data em que passam a ser negociadas sem direito ao próximo dividendo (ex-dividend period);

- Um terceiro grupo de estudos empíricos tem analisado, por um lado, o efeito da política de dividendos das sociedades sobre a cotação das suas acções, em momentos em que registam alterações pontuais e significativas na tributação relativa das diferentes categorias de rendimento e, por outro, o efeito destas alterações na própria política de dividendos.

Conclusão

Dado que a generalidade dos sistemas fiscais não tributa os ganhos de capital potenciais e a grande maioria deles os sujeita, comparativamente aos dividendos, a uma menor taxa quando considerada a globalidade dos investidores, a partir do trabalho de Farrar e

Selwyn (1967) ganha consistência o argumento de que o acréscimo da distribuição de dividendos, ao conduzir a uma diminuição da riqueza líquida de impostos dos investidores, se traduz numa quebra de valor das acções.

Segundo esta linha de argumentação, os investidores exigem aos títulos com um maior dividend yield uma maior taxa de rendibilidade antes de impostos, para os compensar da penalização fiscal a que irão estar sujeitos. Estes argumentos são contestados, desde logo, por Miller e Scholes (1978) e Collins (2000), ao defenderem que não é líquido que a distribuição de dividendos tenha um impacto negativo no valor de mercado das acções.

No domínio da investigação empírica, os resultados a que os diferentes trabalhos têm vindo a ser conduzidos têm-se mostrado, igualmente contraditórios. Enquanto uns, interpretam estes resultados como indicativos da preferência dos investidores pelas mais-valias de acções relativamente aos dividendos, outros contestam esta interpretação, não faltando mesmo quem obtenha resultados contrários, nomeadamente no que se refere á relação entre o dividend yield e a taxa de rendibilidade exigida.

Embora seja amplamente reconhecido que a grande maioria dos sistemas fiscais penaliza os dividendos relativamente aos ganhos de capital, a prática revela que as empresas fazem chegar ao património dos seus accionistas uma grande parcela dos seus lucros pela via da distribuição de dividendos.

Porém, existem outras razões, certamente mais importantes do que as de índole fiscal, para se compreender porque os investidores apreciam os dividendos e porque as empresas os distribuem. Entre essas razões destaque-se, desde já, o efeito disciplinador que os mesmos podem exercer na utilização discricionária dos resultados gerados pela empresa por parte dos seus administradores.

3.3 A política de dividendos na perspectiva da Teoria de agência

3.3.1 Principais linhas de argumentação – evidência teórica e empírica

Nas empresas existem potenciais conflitos de interesses entre gestores, credores e accionistas, no que respeita a diversas decisões, nomeadamente, nas decisões sobre distribuir ou não dividendos. A distribuição de dividendos acarreta custos que

incentivam os agentes (os gestores) a servirem de forma mais eficiente os interesses dos agenciadores (os accionistas ou principais).

Os custos, por estarem relacionados com o contrato de agência e a relação que este estabelece entre as partes, são chamados de custos de agência ou contratuais. Podem ser provocados pelos accionistas, para melhor controlar a actividade dos gestores, ou pelo próprio agente (gestor), pretendendo assim mostrar que se actua conforme os objectivos dos principais (accionistas).

A separação entre propriedade e controlo da empresa, com os consequentes custos de delegação por parte dos accionistas do poder de decisão nos gestores, pode influenciar decisivamente a política de dividendos. Relativamente à relação entre accionistas e credores, o mesmo pode suceder mas de forma menos expressiva.

Nas decisões sobre distribuição ou não de dividendos, os conflitos de agência surgem porque os accionistas preferem dividendos, enquanto os gestores e os credores, de forma geral, preferem a retenção dos resultados. Os primeiros actuam por aversão ao risco e os segundos pelo desejo de aumentar as garantias patrimoniais e o montante de auto-financiamento, melhorando a solvência e diminuindo o risco de falência.

De acordo com a teoria de agência, estes custos diminuem o valor da empresa e a gestão tende a adoptar um conjunto de políticas de dividendos, investimento, financiamento e outras, que minimizem esses custos. A optimização da política de dividendos passa pelo equilíbrio entre duas tendências opostas, referidas acima, e deve conjugar os custos de agência com os demais custos.

Os dividendos e os conflitos de interesses entre accionistas e gestores

Quando existe uma separação entre a propriedade e a gestão das empresas, as decisões relativas à distribuição de dividendos como alternativa à retenção dos resultados podem gerar conflitos de interesse entre accionistas e gestores, por via dos efeitos que tais decisões exercem nas preferências de cada uma das partes.

Os gestores, ao contrário dos accionistas, preferem a retenção de resultados pelos seguintes motivos fundamentais:

- Evita a sujeição à disciplina do mercado de capitais, ao proporcionar a capacidade de auto-financiamento e tornando-os independentes dos accionistas;

- Permite recursos que podem ter uma utilização discricionária e o investimento em projectos com o propósito de fazer crescer a empresa, para além da dimensão óptima, tendo em vista o acréscimo da sua remuneração e prestígio;

- Aversão ao risco típico da gestão;

- Evita a penalização na cotação das acções, no caso de se confrontarem com a redução súbita dos dividendos.

O reconhecimento dos motivos divergentes em que se baseiam os padrões de preferências dos accionistas e dos gestores relativamente à política de dividendos leva à aceitação do papel potencial de tal política na redução dos conflitos de interesses que emergem das relações de agência entre ambas as partes.

Uma política de dividendos generosa deve limitar os conflitos resultantes da relação de agência, dado que submete os gestores à disciplina dos mercados financeiros, eleva o risco financeiro da empresa e constitui um mecanismo de redução do free cash-flow.

Trabalhos como os de Rozeff (1982), Eastbrook (1984) e Jensen (1986) têm formalizado o papel dos dividendos, enquanto mecanismo de acompanhamento do comportamento dos gestores, ao alargarem a análise de Jensen e Meckling (1976). Estes concluíram que, se os mercados funcionassem de forma eficiente, a estrutura de propriedade da empresa não seria relevante para o comportamento económico e para o valor desta.

Como os mercados não são suficientemente eficientes para assegurar que as relações de agência sejam transparentes, em empresas com separação da propriedade relativamente à gestão e controlo da empresa, existem custos de agência que afectam a tomada de decisão e que explicam alguns dos seus comportamentos (considerados irracionais).

Quando em determinada empresa existem accionistas com capacidade de controlar o destino da mesma e outros sem essa possibilidade, podem surgir conflitos entre esses dois grupos, visto que a maximização do valor da empresa para uns pode não corresponder ao padrão de riscos desejado pelos outros. Segundo Pacheco (1999), este

conflito tende a aumentar com a importância económica da empresa com grandes gestores.

Os trabalhos onde se aplica a teoria da agência à política de dividendos sugerem diversas formas possíveis de reduzir ou controlar os custos de agência relativos ao capital próprio.

Jensen e Meckling (1976) defendem o aumento da participação dos gestores na propriedade da empresa, fazendo depender a sua remuneração de medidas de avaliação da actuação, de forma a haver maior alinhamento de interesses entre accionistas e gestores e, ainda, um maior nível de endividamento, tendente a reduzir os custos de agência do capital próprio.

Autores como Rozeff (1982), Easterbrook (1984) ou Jensen (1986), defendem o aumento dos dividendos para aumentar o controlo e pressão do mercado em relação às decisões da empresa, nomeadamente, sobre investimentos e financiamentos.

A distribuição de dividendos submete os administradores á disciplina dos mercados financeiros e eleva o risco financeiro da empresa

Rozeff (1982) defendeu que à distribuição de dividendos deve ser atribuída um papel similar ao de outros mecanismos de controlo da actividade dos administradores, de que são exemplo os sistemas de informação e controlo de gestão implementados, as auditorias e as cláusulas restritivas incluídas nos contratos de empréstimo. Contudo, sustentou que a distribuição de dividendos se, por um lado, contribui para a minimização dos custos de agência do capital próprio (custos que, resultam dos conflitos de interesses entre accionistas e administradores), por outro, dadas as imperfeições que caracterizam os mercados, acresce significativamente os custos de transacção originados pela necessidade de recurso ao mercado, para compensar as necessidades de financiamento que a distribuição de dividendos cria.

De acordo com o modelo de Rozeff, mesmo ignorando as considerações de ordem fiscal, existe uma política de dividendos óptima, determinada pelo tradeoff entre os custos de agência do capital próprio e os custos de transacções. A política de dividendos óptima é aquela que permite minimizar a totalidade dos custos associados, directa ou

indirectamente, á distribuição de dividendos, onde se incluem os custos de agência do capital próprio, os custos de transacção e outros custos.

Rozeff (1982), apesar de desenvolver o seu modelo ignorando as implicações fiscais da distribuição de dividendos e a retenção de resultados, realça que, quer a desvantagem fiscal a que os dividendos normalmente estão sujeitos, quer o efeito que tal desvantagem exerce nas preferências dos investidores, podem ser incorporados no modelo na curva que reflecte os custos de transacção e na função que expressa o comportamento dos custos de agência, respectivamente.

A distribuição de dividendos reduz o free cash-flow

Jensen (1986) argumentou que os conflitos de interesses entre accionistas e administradores assumem particular relevância quando as empresas geram free cash-flow.

De acordo com Jensen (1986) e, com os estudos que se situam na sua linha, a retenção dos resultados gerados pela empresa ao ser preferida pelos administradores relativamente à sua distribuição, pode não constituir uma decisão que vá ao encontro da maximização do valor da empresa, como é desejado pelos accionistas, especialmente quando a dimensão e o valor das suas oportunidades de investimento são pequenas.

A retenção de resultados, ao gerar free cash-flow, contribui para alargar o montante de recursos que podem ter uma utilização rigorosa por parte dos administradores e ao mesmo tempo os problemas de sobre-investimento, o que potencia os conflitos de interesses resultantes da relação de agência entre accionistas e administradores, custos que se reflectem no valor da empresa.

Segundo Jensen, os acréscimos (decréscimos) na distribuição de dividendos, ao contribuírem para a redução (aumento) do free cash-flow disponível e, consequentemente, para o decréscimo (acréscimo) dos custos de agência do capital próprio, podem conduzir ao acréscimo (decréscimo) da cotação nas acções da empresa.

De acordo com Farinha (1999), a regular distribuição de resultados pela via do pagamento de dividendos constitui uma forma de forçar algumas empresas a recorrerem, com mais frequência, ao mercado de capitais para suprirem as suas

necessidades de financiamento; para outras, este efeito pode não assumir relevância, quer pela elevada folga financeira, quer pela ausência de oportunidades de investimento rendíveis.

Uma política de dividendos generosa tem a virtude de, pelo menos, assegurar aos accionistas um retorno regular que pode por eles ser reinvestido segundo os seus próprios interesses, ao mesmo tempo que minimiza a probabilidade de aqueles recursos serem utilizados pelos administradores em projectos cujo VAL é negativo (cf. Farinha, 1999, p. 49).

Os planos de recompensa dos administradores e a política de dividendos

A base dos estudos empíricos que abordam a distribuição de dividendos enquanto mecanismo complementar ou substituto do endividamento, estrutura de propriedade, dispersão do capital, na redução dos custos de agência do capital próprio, assenta fundamentalmente na hipotética substituibilidade dos mecanismos alternativos que potencialmente podem ser utilizados para atenuar os conflitos de interesses que se travam no seio das empresas modernas.

Smith e Watts (1992) analisaram, ao nível do sector, as variações das políticas de financiamento, dividendos e de compensação dos administradores, ao longo do período compreendido entre 1965 e 1985. A sua análise, como é sintetizada pelos autores (p.264), revelou, num primeiro plano, uma relação clara entre as oportunidades de crescimento das empresas e as suas políticas de financiamento, dividendos e de compensação dos administradores: as empresas com maiores opções de crescimento, isto é, com maior acesso a projectos cujo VAL é positivo, possuem um menor endividamento, menores dividend yield, os seus administradores possuem um nível de compensação superior e recorrem mais frequentemente a stock options plans.

A política de dividendos e os conflitos de interesses entre accionistas e credores

Se por um lado, a distribuição de dividendos pode ser utilizada para atenuar os conflitos de interesses entre administradores e accionistas, também por outro, contribui, em teoria, para agravar os conflitos de interesses entre estes últimos e os credores. A razão de ser de tal facto encontra o seu principal fundamento na desigualdade de direitos sobre

os resultados das diferentes operações da empresa. Enquanto os accionistas apenas participam no valor de liquidação da empresa depois de serem satisfeitas todas as suas obrigações perante os credores, estes últimos vêm a satisfação dos seus créditos.

Smith e Warner (1979), argumentam que a distribuição de dividendos ao reduzir a capacidade financeira da empresa para solver as suas dividas, diminui o valor dos títulos da divida por acréscimo do seu risco não antecipado pelos credores. Qualquer decisão que aumente o risco da empresa (decisão de distribuição de dividendos), contribui para melhorar a posição dos accionistas e deteriorar a dos credores.

Esta possibilidade de transferência de riqueza dos credores para os accionistas é frequentemente apontada como a principal razão da necessidade sentida pelos primeiros de introduzirem nos contratos de empréstimos cláusulas que restrinjam a distribuição de dividendos.

Handjinicolaou e Kalay (1984) analisaram a reacção da cotação das obrigações não convertíveis ao anúncio de uma alteração dos dividendos da empresa emitente, tendo por base uma amostra de 255 alterações nos dividendos ocorridos entre 1975 e 76. Os resultados obtidos mostraram uma reacção positiva pequena face ao anúncio do aumento dos dividendos e uma reacção negativa aquando de cortes no montante dos dividendos. Os autores sublinharam a maior consistência destes resultados com o efeito informacional das alterações dos dividendos, do que com a hipótese dos dividendos serem um meio utilizado pelos accionistas para expropriarem a riqueza dos credores.

Como sublinham Lease e tal. (1999, p. 86), apesar de a investigação empírica não ser totalmente consensual, dos trabalhos que se têm concentrado no estudo da reacção dos investidores face ao anúncio de dividendos resulta, no geral, que, quer os accionistas, quer os credores, reconhecem que os dividendos constituem um meio para transferir activos, sobre os quais existem direitos comuns, para a propriedade exclusiva dos accionistas.

3.3.2 Conclusão

A teoria de agência, ao reconhecer que as empresas modernas são estruturas cada vez mais complexas, onde coabitam diferentes partes (administradores, trabalhadores e

investidores em geral), cujos interesses muitas das vezes são divergentes, fornece uma explicação para a distribuição de dividendos.

Apesar de ser difícil enumerar os potenciais conflitos de interesses que podem resultar das decisões da empresa, a teoria de agência tem procurado explicar as decisões relativas à estrutura de capital e à distribuição de dividendos, concentrando-se, essencialmente, nos conflitos de interesses que tais decisões podem provocar nas relações de agência mais importantes que se estabelecem no seio da empresa: relações entre administradores e accionistas, por um lado, e entre credores e accionistas, por outro.

A distribuição de dividendos, á luz da teoria de agência, constitui um mecanismo que, por si só e conjuntamente com outros, pode ser utilizado para atenuar os conflitos que eventualmente podem resultar das relações de agência entre accionistas e administradores. Neste sentido, a literatura tem avançado com argumentos de diferentes tipos para justificar uma política de dividendos adequada, especialmente quando a probabilidade de ocorrência de tais conflitos é elevada.

Num dos estudos pioneiros, Rozeff (1982), ao mesmo tempo que defendeu que á distribuição de dividendos pode ser atribuído um papel similar ao de outros mecanismos de controlo dos custos de agência (ex. sistemas de informação e controlo implementados, auditorias e cláusulas restritivas incluídas nos contratos), sustentou que o dividend payout ratio óptimo é determinado pelo tradeoff entre os custos de agência do capital próprio e os custos de transacção que a distribuição de dividendos origina.

Argumentos desenvolvidos posteriormente atribuem um papel crucial aos dividendos na redução dos custos resultantes dos conflitos de interesse entre accionistas e administradores, pois para além de imporem disciplina pelos mercados de capitais, acrescem o risco financeiro da empresa, de acordo com o interesse dos accionistas, contrariando a aversão ao risco por parte dos administradores, contribuindo para reduzir o free cash-flow disponível, cuja utilização por parte dos administradores poderá ser duvidosa á luz dos interesses dos accionistas.

No campo da investigação empírica, a grande maioria dos estudos, ao mesmo tempo que tem sublinhado a relevância dos custos de agência do capital próprio e de transacção na decisão das empresas em distribuir dividendos, tem revelado algumas

características que envolvem a empresa e que influenciam a magnitude daqueles custos (ex. dispersão do capital, estrutura de propriedade e de governo, dimensão, risco, oportunidade de crescimento).

A investigação empírica tem sido menos conclusiva, evidenciando alguma dificuldade em mostrar, que a distribuição de dividendos contribui para que se processe uma transferência de riqueza dos credores para os accionistas.

3.4 A política de dividendos na perspectiva das teorias de sinalização

3.4.1 Principais linhas de argumentação – evidência teórica e empírica

É facto incontestável que um gestor (ou um accionista com assento no *board of directors*) possui informação muito mais precisa do que os restantes *stakeholders* sobre a situação presente e perspectivas futuras da empresa. Num mercado caracterizado por assimetrias de informação, uma variação na política de dividendos é uma das formas utilizadas pelos gestores para transmitirem para o exterior essa informação marginal que só eles possuem. A literatura tem procurado fornecer uma explicação para a distribuição de dividendos baseada no efeito sinalizador destes.

Na sustentação desta hipótese, sugerida inicialmente por MM (1961), ao mesmo tempo que se considera um mercado em que os seus actores (administradores e investidores em geral) possuem acesso desigual à informação sobre a situação actual da empresa e das suas perspectivas futuras, admite-se que os documentos de natureza económico-financeira divulgados pelas empresas não são suficientes, por si só, para eliminar aquele desequilíbrio em termos de informação, pois reflectem as performances passadas.

Como para os investidores interessam, fundamentalmente, as perspectivas futuras da empresa, as decisões dos administradores são por eles seguidas com particular atenção, que lhes permite uma melhor avaliação dos títulos da empresa. No caso particular das decisões relativas á política de dividendos da empresa, o efeito de sinalização associado a tais decisões é frequentemente considerado na literatura como determinante dessas mesmas decisões, pois encontra-se associado aos efeitos directos que essas mesmas decisões podem potencialmente possuir.

Este efeito sinalizador ou "conteúdo informativo dos dividendos" resulta da confiança do gestor na capacidade da empresa para sustentar um nível acrescido de *cash-flow* e do

facto dos investidores procurarem a melhor remuneração para o capital investido. O efeito sinalizador incentiva políticas de distribuição estável de dividendos e desincentiva as reduções destes, como forma de comunicar ao mercado a confiança dos gestores numa evolução favorável da situação financeira da empresa.

Segundo a teoria da sinalização, uma retenção dos resultados pode não ser necessariamente percebida pelos investidores como negativa. Em fases de crescimento, pode fazer sentido privilegiar o auto-financiamento, através de maiores retenções de resultados. Torna-se, assim, imperioso publicitar de forma credível as aplicações a efectuar, como projectos criadores de valor. Não pode falar-se de preferência dos investidores por dividendos mas, apenas no facto de estes valorizarem a capacidade da empresa em gerar *cash-flow*.

Os estudos efectuados têm, em geral, corroborado o facto das alterações na política de dividendos constituírem um sinal credível para os investidores, capaz de reflectir a informação que os gestores possuem. Isto é devido essencialmente aos elevados custos directos e indirectos que lhe estão associados. Tais custos levam os investidores a acreditarem que apenas as empresas com fortes perspectivas futuras podem sinalizar de tal forma essa sua boa forma e que as empresas com problemas de cash-flow não o podem fazer.

De acordo com os modelos de sinalização por dividendos, o início do pagamento ou a omissão de dividendos antes habituais, bem como alterações nos dividendos regulares não antecipadas, possuem implicações empíricas importantes, a destacar, a alteração da cotação das acções, por volta da data de anúncio da alteração da política de dividendos não antecipada, no mesmo sentido da alteração dos dividendos, motivada pela nova avaliação dos títulos em apreço por parte dos investidores, pois estes acreditam que a alteração dos dividendos deve já ser seguida de uma alteração idêntica dos resultados da empresa no futuro.

A investigação empírica que tem sido efectuada no contexto de diferentes mercados financeiros tem revelado que, no geral, a cotação das acções reage favoravelmente ao anúncio do acréscimo dos dividendos e vice-versa, ao mesmo tempo que mostra uma reacção maior quando se trata de dividendos regulares e menor no caso de dividendos especiais.

A política de dividendos enquanto meio de sinalização ou de transmissão de informação: argumentação teórica

Embora a hipótese do conteúdo informativo da política de dividendos da empresa possa ser encontrada em estudos anteriores ao de MM (1961), começa a ganhar importância com este trabalho, onde os autores argumentam que a reacção da cotação da empresa face ao anúncio de alterações significativas dos dividendos não revela a preferência dos investidores por dividendos, relativamente aos ganhos de capital, mas que os mesmos valorizam a capacidade de a empresa gerar resultados no futuro, sendo capazes de sustentarem aquela alteração. Esta hipótese apenas vem ganhar fundamento teórico nos finais da década de setenta e durante a década de oitenta com os designados modelos de sinalização por dividendos.

Apesar de Ross (1977) ter sido um dos primeiros investidores a apresentar um modelo de sinalização assente nas decisões de estrutura do capital e nas decisões de dividendos, Bhattacharya (1979) foi um dos autores que primeiro utilizou a teoria do sinal para dar corpo teórico à ideia do conteúdo informativo dos dividendos, ao propor um modelo onde as alterações não antecipadas nos dividendos distribuídos, sinalizam aos investidores a qualidade dos projectos que a empresa possui em carteira, o que permite a estes determinar o valor de equilíbrio da empresa.

No seu modelo é considerado que os administradores possuem um conhecimento preciso, quando é anunciado o acréscimo dos dividendos, da qualidade do projecto, avaliada pela sua rendibilidade esperada, enquanto os investidores externos possuem uma informação imperfeita.

Considerando que estes custos de sinalização têm um efeito positivo no valor da empresa e admitindo que os gestores se comportam de forma a maximizar a riqueza dos accionistas, conclui-se que, em equilíbrio, e conhecendo a alteração dos dividendos anunciada, os investidores são capazes de estimar o cash-flow antecipado pelos gestores detentores de uma maior informação, e assim determinar o valor de equilíbrio da empresa.

Kalay (1980), numa simples transposição do modelo de Ross (1977), propôs um modelo de sinalização assente nos dividendos, considerando, que os administradores sofrem uma sanção de montante C, na sua compensação se tentaram contornar os investidores,

emitindo falsos sinais, no que se refere á qualidade das suas empresas, através da manipulação da política de dividendos. Kalay (1980) conclui que as alterações na política de dividendos permitem aos administradores transmitir aos investidores os suplementos de informação que possuem, relativamente às perspectivas das suas empresas.

Miller e Rock (1985) advertem que este equilíbrio de sinalização não é garantido à priori, pois nada impede que os administradores fixem uma política de investimento muito abaixo daquela que é óptima, para poderem distribuir mais dividendos ceteris paribus. Este comportamento leva a que as acções se sobrevalorizem, o que favorecerá os accionistas que as desejam vender no momento imediatamente após o anúncio dos dividendos e antes do conhecimento dos resultados.

Modelização desenvolvida por Brick et al (1998) e aprofundada por Luo et al. (2002), pressupõe que os administradores utilizam uma combinação de vários mecanismos de sinalização (investimento, endividamento, emissão de novas acções e dividendos) para devolver ao mercado suplementos de informação privilegiada que detêm. No contexto do modelo proposto, os autores determinam as condições de utilização dos níveis de investimento, estrutura do capital e dividendos para que se minimizem os custos de sinalização.

Ao contrário de muitos modelos de sinalização – em que apenas se considera, que as assimetrias de informação se repercutem na estimativa da média dos cash-flows esperados da empresa -, Luo et al. (2002) distinguem as assimetrias de informação relativas à média dos cash-flows esperados que se prendem com a estimativa da sua variância. Esta separação levou os autores a concluírem que a escolha dos meios de sinalização pelos administradores para transmitirem aos investidores os suplementos de informação que possuem, dependem da importância relativa de cada uma daquelas assimetrias de informação.

De acordo com o modelo proposto, os administradores das empresas de maior valor relativo devem utilizar a emissão de novas acções (decréscimo dos níveis de endividamento) e simultaneamente distribuir dividendos para sinalizarem ao mercado a avaliação que fazem da mesma; se as assimetrias de informação entre duas partes se repercutirem, na estimativa da variância dos cash-flows esperados da empresa.

Os trabalhos revelam grandes dificuldades em explicar a estabilidade dos dividendos quando as perspectivas de rendibilidade da empresa se alteram com frequência. Os trabalhos desenvolvidos por John e Nachman (1986), citados por et al. (1999) e Kumar (1988), encontram fundamento teórico para uma possível conjugação da hipótese do efeito sinalizador dos dividendos e a sua estabilidade observada na prática.

Ofer e Thakor (1987) propõem um modelo onde se considera que a recompra de acções próprias e dividendos funcionam como mecanismos integrados de sinalização e se especificam as condições que levam os administradores a preferirem um dos mecanismos ao outro.

Barclay e Smith (1988) demonstraram que esta forma de distribuição de resultados possui custos importantes, pois permite aos administradores comportamentos oportunistas (adverse selection): vender as acções que possuem quando estas estão sobreavaliadas e não quando estão subavaliadas. Possuem, assim um forte incentivo para que decidam a forma de distribuir resultados (dividendos versus recompra de acções próprias), em função dos seus próprios interesses.

Elfakhani (1998) considerou que os gestores possuem informação privilegiada acerca do investimento, decisões de financiamento e problemas de agência e que a transmissão dessa informação ao mercado é efectuada em duas fases: primeiro, é divulgada a informação contabilística e, em seguida, é anunciada a alteração de dividendos. Analisou o efeito da alteração da política de dividendos na cotação das acções da empresa, à volta da data do anúncio. O autor concluiu que a alteração na política de dividendos possui efeitos na cotação das acções, sendo que a reacção do mercado é mais evidente em termos de acréscimos que no caso contrário.

O efeito de sinalização e o conteúdo da política de dividendos: evidência empírica

Apesar de no domínio teórico existir um amplo consenso no que refere ao efeito de sinalização e ao conteúdo informativo dos dividendos, no campo da investigação empírica têm-se observado resultados contraditórios em alguns pontos. Por um lado, a grande maioria desses estudos tem evidenciado que uma alteração dos dividendos provoca uma reacção de igual sentido na cotação das acções, o que é consistente com a

hipótese do efeito sinalizador dos dividendos; por outro, tem também revelado resultados que colocam em causa esta mesma hipótese.

Numa primeira fase, a investigação empírica têm analisado a relação entre as alterações não antecipadas na política de dividendos e resultados e a reacção da cotação das acções á volta da data do anúncio de tais alterações. Numa segunda fase, dá-se atenção aos estudos que se têm concentrado na análise da relação entre as mesmas alterações e os resultados/cash-flows obtidos em períodos anteriores e posteriores. Por fim, são apresentadas as conclusões de outros trabalhos que se têm concentrado, igualmente no teste á hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, seguindo as mais variadas linhas de abordagem.

O efeito do anúncio da alteração da política de dividendos na cotação das acções

Um grande número de estudos empíricos tem-se centrado na análise do comportamento da cotação das acções em torno da data em que as entidades emitentes anunciam alterações significativas na distribuição de dividendos (ex. alterações da politica de dividendos, iniciação ou omissão de dividendos, distribuição de dividendos especiais), com o intuito de averiguar se a reacção da cotação observada se encontra associada ao sinal e á dimensão daquelas alterações.

A maioria desses estudos tem revelado que as acções das empresas que anunciaram um acréscimo (decréscimo) dos seus dividendos registaram uma valorização (desvalorização) anormal à volta da data do anúncio, ao mesmo tempo que demonstra que existe uma reacção negativa do mercado às «más notícias» e que é razoavelmente forte e relativamente robusta.

Arnott e Asness (2001) obtiveram uma relação positiva, estatisticamente significativa, entre o dividend payout ratio e o crescimento subsequente dos resultados reais das empresas analisadas, quer considerando a globalidade do período do estudo, quer quando este foi dividido em vários subperíodos (1871-1945; 1946-2001). Esta conclusão encontra-se na linha das teorias de sinalização pelos dividendos e contradiz a ideia frequentemente divulgada de que a retenção de resultados (dividend payout ratio) para reinvestimento contribui para o crescimento futuro dos resultados (ex. Penman e Sougiannis, 1997).

Política de dividendos e resultados/Cash flow futuros

Uma outra corrente da investigação tem-se centrado na possibilidade das alterações na política de dividendos reflectirem o desempenho financeiro da empresa. Procura-se saber se alterações nos dividendos são precedidas ou, pelo contrário, indicativas de alterações passadas ou futuras nos resultados obtidos pela empresa e seus cash-flows.

Healey e Papepu (1988) estudaram a relação entre alterações, tais como inícios e omissões, e os resultados futuros da empresa, concluindo que as empresas que iniciaram a distribuição de dividendos registaram um acréscimo dos resultados nos períodos anteriores e posteriores, enquanto as que omitiram os dividendos em determinados exercícios económicos registaram uma variação negativa nesses mesmos períodos.

Lipson *et al.* (1998) analisaram uma amostra de 114 empresas norte americanas que dispersaram o seu capital e observaram que aquelas que, simultaneamente, iniciaram uma política de distribuição de dividendos apresentaram resultados superiores nos anos seguintes. Segundo os autores, os resultados obtidos são indicativos de que a distribuição de dividendos sinaliza ao mercado o desempenho futuro da empresa.

Neste sentido, Fama e French (1997), seguindo um caminho diferente, argumentam que as variáveis proxys dos resultados futuros assumem relevância na explicação dos dividend payouts correntes.

Fuller e Thakor (2002) analisaram o efeito de sinalização para o cash-flows futuros, considerando a performance de uma amostra de empresas com pagamentos regulares de dividendos, no período de 1980-2000. As conclusões do trabalho são de que as 90 empresas com um desempenho médio são o grupo (considerando 3 grupos de empresas consoante o seu desempenho: bom, médio e mau) que apresenta maior heterogeneidade nos resultados passados, futuros, nos dividendos e nos price annoucement effects, as que pagam maiores dividendos e as que apresentam reacções mais díspares às alterações nos dividendos.

3.4.2 Conclusão

Num mercado caracterizado por assimetria de informação entre insiders e outsiders, acerca da situação presente da empresa e das suas perspectivas futuras, a política de dividendos, ou mais precisamente a sua variação, constitui um dos veículos de sinalização que pode ser usado pelos administradores para transmitirem ao mercado os suplementos de informação que possuem.

A literatura existente, ao mesmo tempo que tem procurado modelizar o efeito sinalizador das alterações dos dividendos, fornece uma nova explicação para a distribuição de resultados pela via dos dividendos, tem explorado o papel das assimetrias de informação na compreensão de algumas das regularidades vulgarmente observadas na prática em matéria de distribuição de resultados: (i) a preferência das empresas pelos dividendos relativamente á recompra de acções próprias, apesar da penalização fiscal e que estão sujeitas na grande maioria dos sistemas fiscais, (ii) a preocupação manifestada pelas empresas em manterem uma política de dividendos regular.

De acordo com os modelos de sinalização por dividendos, as iniciações e omissões de dividendos, bem como as alterações dos dividendos regulares (acréscimos e decréscimos) não antecipados, possuem implicações empíricas importantes: (i) a alteração na cotação das acções, à volta da data em que a sociedade emitente anuncia uma alteração não antecipada da sua política de dividendos, no mesmo sentido da verificada na sua política de dividendos, motivada pela reavaliação que os investidores fazem dos títulos em apreço, (ii) a alteração dos dividendos deve ser seguida por uma alteração de sentido idêntico dos resultados presentes e futuros.

A investigação empírica que tem sido desenvolvida no contexto de diferentes mercados financeiros tem revelado, no geral, que a cotação das acções reage favoravelmente face ao anúncio do acréscimo dos dividendos, ao mesmo tempo que tem evidenciado que a reacção é maior ao anúncio da alteração dos dividendos regulares do que dos dividendos especiais.

A investigação empírica que se tem concentrado no teste do efeito sinalizador dos dividendos e do conteúdo informativo, ao mesmo tempo que reconhece a dificuldade em separar tais efeitos na cotação das acções daqueles que são defendidos pela teoria de

agência, tem procurado obter suporte para a teoria do sinal, através da análise da relação existente entre as alterações dos dividendos e os resultados/cash-flows futuros.

Os resultados a que os diferentes estudos chegaram têm-se mostrado contraditórios. Enquanto trabalhos como os de Laub (1976), Healey e Palepu (1988) e Arnott e Asness (2003) documentam uma relação positiva entre as variáveis, outros como Watts (1973), DeAngelo et al. (1996), Ho e Wu (2001) obtiveram resultados que não corroboram a relação positiva entre as alterações não antecipadas dos dividendos presentes e os resultados futuros.

4 CAPÍTULO – Enquadramento Português perante assistência financeira

4.1 Eclosão da crise financeira de 2008

Em 2008, depois da eclosão da crise financeira mundial, iniciada com a falência do banco Lehman Brothers, os líderes das principais economias assustaram-se com uma depressão ao estilo da que se seguiu ao crash de 1929. Para evitar esse risco, sugeriram aos responsáveis dos diversos países que abrissem os cordões á bolsa.

Como a maior parte dos respectivos orçamentos não tinha folga para aumentar a despesa (o que havia era defices, não superavits …), os países foram obrigados a endividar-se para financiar a despesa. A divida pública registou um aumento considerável desde 2008 na generalidade dos países (mesmo na zona Euro onde, apesar de tudo, houve alguma moderação na despesa).

O problema é que os países que deveriam ter utilizado a despesa pública como arma anti - recessão deveriam ter sido apenas as grandes economias mundiais, como por exemplo os E.U.A e a Alemanha. O que aconteceu foi que pequenos países, entre os quais Portugal, agravaram ainda mais uma situação em que o défice orçamental não dava qualquer margem para mais despesa. O segundo factor não menos relevante no agravamento da divida pública nos últimos anos tem a ver com a prática de desorçamentação.

Portugal ao longo dos anos foi combinando desequilíbrio orçamental e divida sem paralelo, endividamento insustentável das famílias e empresas e um sistema financeiro insuficientemente capitalizado e enfrentando os efeitos no seu financiamento das descidas sucessivas do rating soberano, ainda que beneficiando de novos mecanismos de cedência de liquidez junto do Banco Central Europeu.

O ano de 2010 marca o início de uma nova fase da crise económico-financeira e que se caracteriza pelo pré-colapso de alguns países Europeus:

- Intervenção do FMI e BCE na Grécia em Abril de 2010;
- Intervenção do FMI e BCE na Irlanda em Outubro de 2010;
- Intervenção do BCE na compra de divida soberana de Portugal e Espanha.

Os Governos ao longo dos anos criaram finanças públicas insustentáveis, empresas e famílias que se endividaram sem controlo. Mas a Europa, a Zona Euro e as instituições da U.E. não estão isentas de culpas.

Na verdade, a supervisão multilateral da Zona Euro falhou. Não só a aplicação do pacto de estabilidade e crescimento foi pouco rigorosa, como perdeu credibilidade quando perante os problemas da Alemanha e da França se decidiu aligeirar os requisitos originais. Para além disso, a comissão e o Eurostat não tiveram liberdade na avaliação da verdadeira situação das finanças e das economias dos vários membros da moeda única.

Em segundo lugar, sabia-se desde o início que a criação de uma verdadeira zona monetária implicava maior flexibilidade nos mercados de produtos e factores, com incremento da concorrência e das transacções entre as diferentes regiões da Zona monetária unificada. Tal deveria ter conduzido a verdadeiras reformas estruturais nos diferentes estados membros. Não só tal não foi feito como a sua monitorização e supervisão foram frouxas e ineficazes.

Finalmente, foram negligenciados os desequilíbrios externos dos diferentes estados da união, com o acumular das dívidas externas dos países periféricos. Com a crise financeira e o desaparecimento, na prática, do mercado inter-bancário na Zona Euro, acentuou-se a segmentação dos mercados de crédito, o que, com a baixa poupança interna, acentuou a debilidade dos respectivos sistemas financeiros. Assim, a crise das dívidas soberanas acentuou a pressão sobre o financiamento das economias, dificultando o seu funcionamento e os ajustamentos necessários.

O colapso da economia Portuguesa em 2011 teve a seguinte origem:

- Excesso de divida pública e privada;

- Fraco crescimento económico;

- Problemas no sistema bancário e excesso de concessão de crédito no sector imobiliário, no sector da construção e na aquisição de habitação própria;

- Fraude nas contas públicas, desorçamentação.

Em Maio de 2011, Portugal recorreu ao programa externo de assistência económica e financeira. Esse acarretou a adoção de diversas medidas de austeridade tendentes á consolidação orçamental que não puderam de ter efeitos recessivos na economia.

O processo de ajustamento financeiro Português tem sido difícil e multifacetado, estando enquadrado num sistema institucional que dificulta o sucesso da simples aplicação das receitas habituais. Ou seja, pelo facto de não termos moeda própria, os instrumentos clássicos da desvalorização cambial e subsequente inflação, não permitem um ajustamento rápido.

A experiência de 1978 e 1983 é pouco relevante, hoje por esta razão. Os mecanismos actuais poderão não ser criadores de tanta desigualdade, isto é, tenderão a ser menos injustos, mas são mais dolorosos porque implicam um período de esforço mais longo. Acresce que a baixa inflação torna transparente o custo do ajustamento.

O desempenho do mercado acionista Português índice PSI-20 no ano de 2011, foi negativo e reflectiu as dificuldades sentidas pelas empresas. Entre o início da crise financeira no verão de 2007 e o final de 2011, a queda das acções teve como consequência que o investimento no mercado acionista nacional, numa perspectiva histórica a 10 anos, se tivesse tornado menos atractivo face a outras alternativas de investimento.

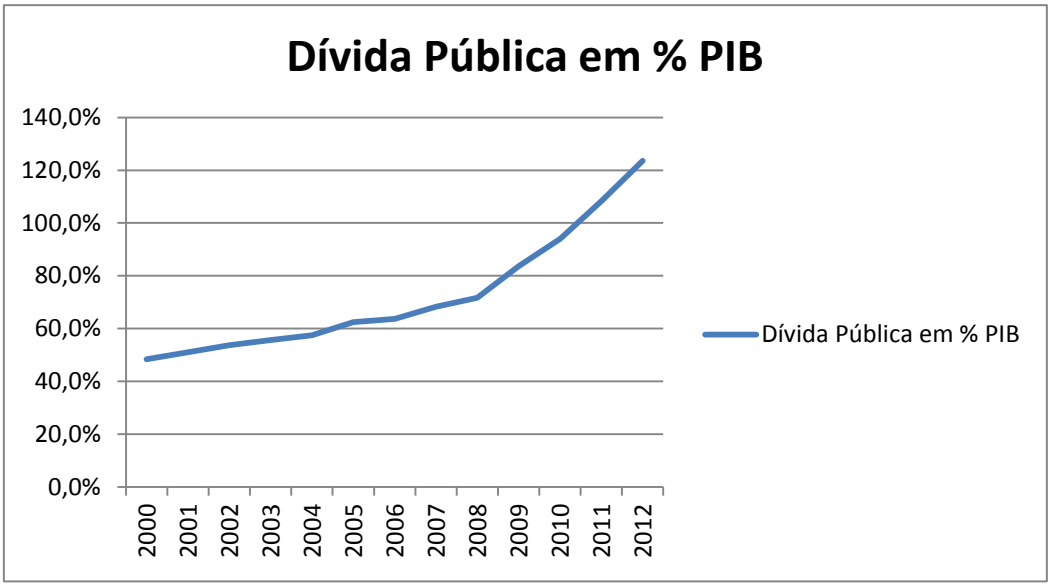
A evolução da divida pública Portuguesa tem sido, desde 2007, sido bastante acentuada, altura em que a divida era de 116 mil milhões de euros, ou seja, de 2007 até 2012 a divida agravou-se em 84 mil milhões de euros. Significa que toda a riqueza que Portugal cria já não chega para pagar a divida que o Estado tem.

Tabela nº 1 - Divida Publica Portuguesa em percentagem do PIB

Anos	Divida
2000	48,2%
2001	51,1%
2002	53,7%
2003	55,7%
2004	57,5%
2005	62,5%
2006	63,7%
2007	68,3%
2008	71,7%
2009	83,7%
2010	94,0%
2011	108,3%
2012	123,6%

Fonte: Banco de Portugal (2013) – valores em mil milhões

Gráfico nº 1 - Divida Publica Portuguesa



O disparo da divida publica deve-se aos seguintes factores:

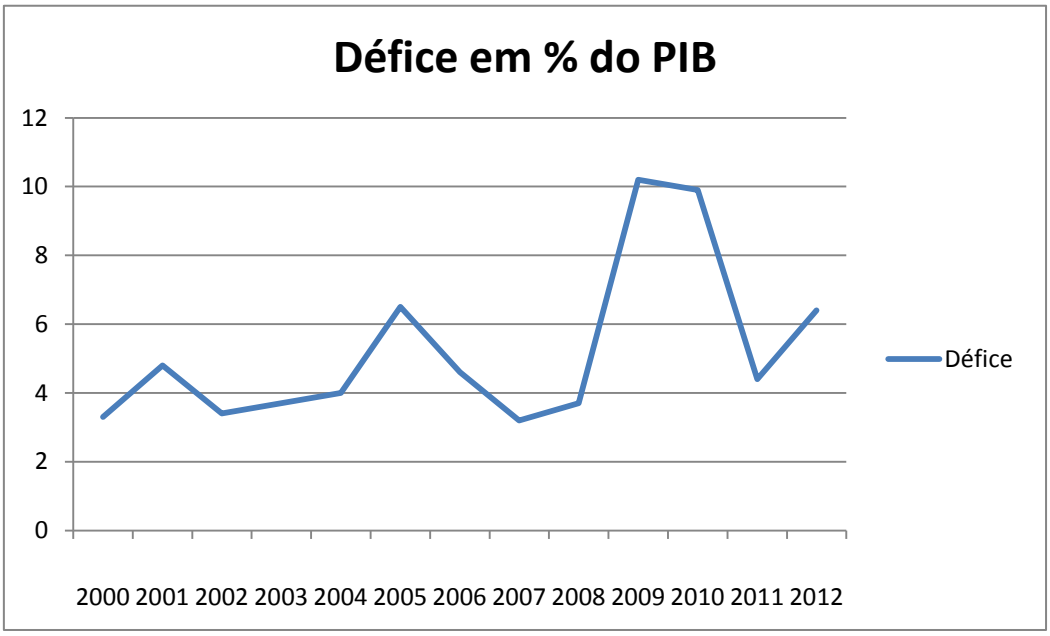
- Os défices orçamentais excessivos dos últimos anos, o alargamento do perímetro da própria dívida e o facto do Estado, a partir deste momento, ser obrigado a endividar-se para financiar a despesa, algumas vezes através de swaps.

Tabela nº 2 - Défice Publico Português em percentagem do PIB

Anos	Défice
2000	3,3%
2001	4,8%
2002	3,4%
2003	3,7%
2004	4,0%
2005	6,5%
2006	4,6%
2007	3,2%
2008	3,7%
2009	10,2%
2010	9,9%
2011	4,4%
2012	6,4%

Fonte: Eurostat (2013) – valores em mil milhões

Gráfico nº 2 - Défice Publico Português



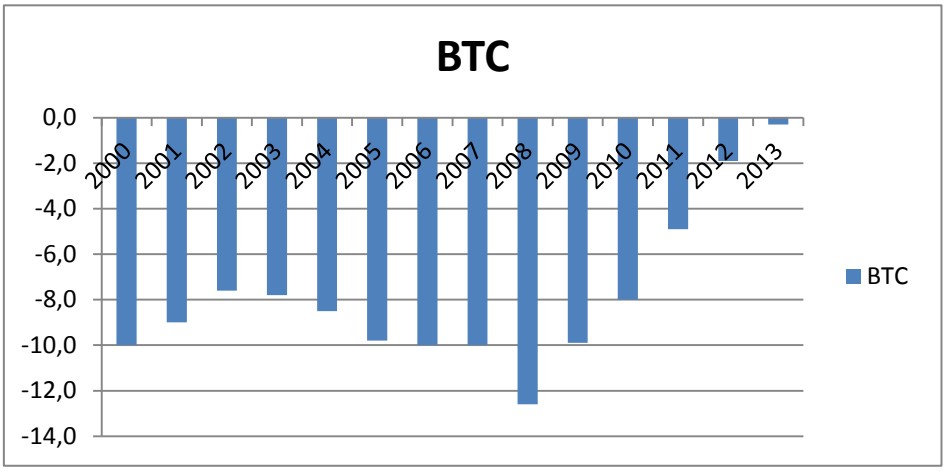
No ano 2011 o défice só caiu para os 4,2% porque o governo utilizou receitas extraordinárias. Na ocasião, o fundo de pensões dos bancários, ou seja, como se trata de receita extraordinária, que por definição não se repete nos anos seguintes, o efeito de redução do défice esgota-se nesse mesmo ano.

No ano seguinte, o governo continua a ter de fazer um esforço suplementar para baixar o défice orçamental. Além de que, ao transferir o fundo de pensões da banca para a segurança social, o Estado (e todos nós no futuro, com mais impostos) está a assumir um passivo, uma responsabilidade futura: pagar dos seus cofres as reformas dos bancários. O fluxo que entra agora tem como contrapartida um passivo no médio e longo prazo.

Com o défice de 2012 aconteceu o mesmo que em 2011, com uma única diferença: muda o tipo de receita extraordinária. O défice era para ser de 5% mas acabou por derrapar para os 6,4%. Tal como em 2011, o Executivo estava preparado para fazer baixar o défice através duma receita extraordinária, neste caso a concessão da ANA, a qual não teve a aprovação da Eurostat.

O resultado de tanto défice, durante tantos anos, está à vista: o endividamento do Estado disparou, no ano de 2009 porque a divida é o resultado da acumulação de défices ano após ano.

Gráfico nº 3 - Balança de Transações Correntes – em percentagem do PIB



Fonte: Eurostat (2013)

A par do défice orçamental, a economia Portuguesa padece de outro mal: défice elevado da Balança Comercial (importações superiores ás exportações). Este défice é tanto ou mais grave do que o primeiro porque reflecte a falta de competitividade da economia

Portuguesa face ao exterior. Significa que os bens e serviços que produzimos não têm preços competitivos em relação ao exterior.

Em 2000, o défice já era de 10%, em 2008 aquele valor volta a agravar-se, atingindo nesse ano os 12,6% do PIB, como resultado da queda comercial internacional, devido ao agravamento da crise financeira mundial; realçar que o comercio Internacional caiu nesse ano cerca de 18%, ou seja, durante praticamente dez anos, Portugal registou défices consecutivos da sua conta corrente correspondente a 10% da riqueza que o país cria, tendo daí resultado o disparo do endividamento externo, atingindo os actuais 240% do PIB.

O que significa, na prática, que Portugal esteve a viver acima das suas posses (o Estado, as empresas e as famílias). E viveu dessa forma durante 10 anos, com os bancos a abrirem os cordões ao crédito, sem que, no entanto, esse crédito fosse canalizado de forma priviligiada para o sector externo da economia (que teria ajudado a aumentar as exportações).

Défices da ordem dos 10% do PIB são, por definição, insustentáveis porque têm de ser financiados com empréstimos do exterior. A deterioração das nossas contas externas não ocorreu depois de 2008. Pelo contrário, ela vem desde o ano 2000, altura em que o défice encostou nos 10%. E a manutenção desse défice em torno dos 10%, em média, nos anos seguintes, mostra que a doença de que sofre a economia portuguesa já vinha detrás.

A verdade é que o comportamento de Portugal nos últimos 4 anos (défices orçamentais que superam os 9% e défices da BTC da ordem dos 10%) suscita muitas dúvidas aos financiadores.

4.2 Zona Euro - Mercado Integrado

Durante uma década inteira os nossos credores andaram certamente distraídos, pois Portugal faz parte de uma união monetária, espaço dentro do qual muita gente acreditou que o indicador BTC (conta corrente) deixara de ter relevância. Isto é, depois da criação da moeda única, a zona Euro passou a ser encarada como um verdadeiro mercado integrado (à semelhança dos Estados Unidos). O que contava era a posição da Balança

Corrente da União face ao exterior e não as balanças correntes dos diferentes Estados que compunham a união Económica e Monetária.

A divida pública não deixa de aumentar, ao contrário do que está a acontecer com a privada. Estando a chegar a um patamar perigoso, primeiro porque a despesa continua muito elevada. Segundo porque o ritmo de endividamento é superior ao ritmo de crescimento da economia.

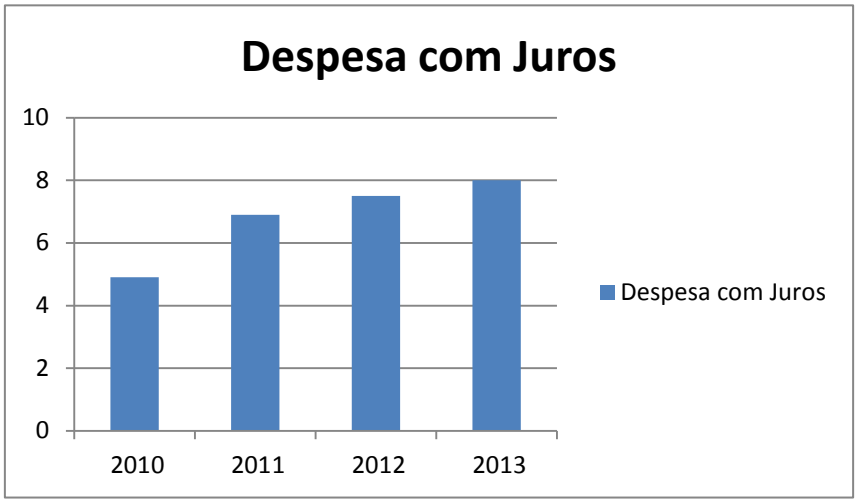
Em finanças públicas há uma regra básica que qualquer político devia conhecer: a sustentabilidade da divida pública depende da taxa de crescimento da economia, da taxa de juro que o Estado paga e do saldo primário (valor que se obtém subtraindo as despesas, sem juros, ás receitas).

Tabela nº 3 - Despesa Pública paga com Juros da divida

Anos	Despesa c/ juros
2010	4,9
2011	6,9
2012	7,5
2013	8,0

Fonte: Banco de Portugal (2013) – valores em mil milhões

Gráfico nº 4 - Despesa Pública com juros da divida

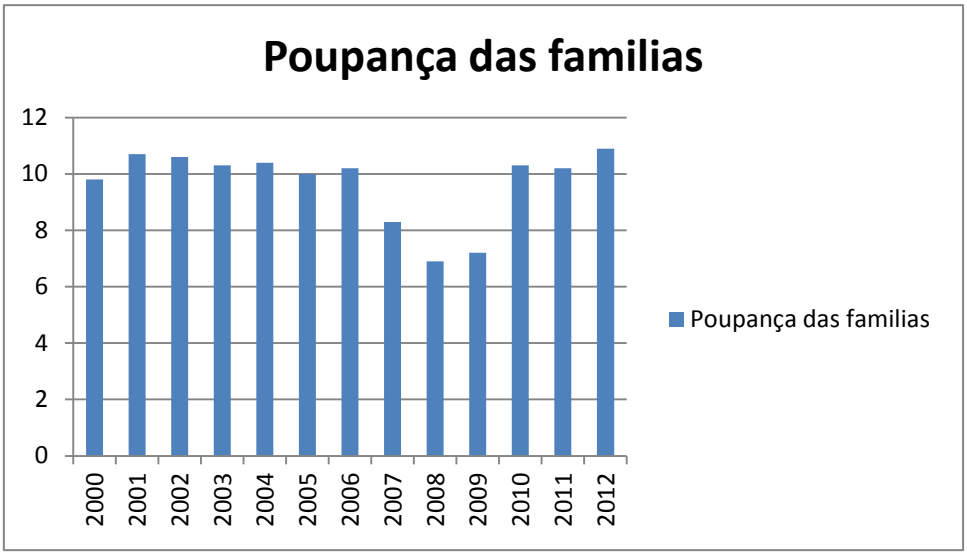


Fonte: Banco de Portugal (2013) – valores em mil milhões

Vale a pena meditar sobre os valores: desde 2010, os juros que pagamos pelo endividamento do Estado subiram 2,6 mil milhões de euros (sem contar com os valores de 2013). Um aumento de 53% em, apenas, dois anos.

Os juros que Portugal paga já ultrapassam o valor consignado para o orçamento do Ministério da Saúde.

Gráfico nº 5 - Poupança das famílias em percentagem do PIB



Fonte: Banco de Portugal

A poupança é prévia ao investimento, não o contrário. A questão da poupança tem de ser devidamente valorizada pelo país, como aconteceu até aos anos 90. Desde essa

altura que a taxa de poupança se tem vindo a deteriorar progressivamente. Ao ponto de ter caído para o nível mais baixo desde que há estatísticas: 6%. Não se exige que se poupe o equivalente a 25% do PIB, como aconteceu na década 70.

Os dados mais recentes mostram, contudo, uma interessante recuperação da taxa de poupança. A taxa de poupança está agora em valores próximo dos 11%. O que é interessante notar nesta evolução é que tudo isto está a acontecer, apesar da forte quebra do rendimento das famílias, motivada, pelo corte de salários e pelo aumento brutal dos impostos em Portugal., ou seja, apesar de os portugueses terem sofrido uma penalizadora amputação do seu rendimento, estão a poupar mais.

É possível que esta violenta correção da trajectoria da taxa de poupança esteja relacionada com uma alteração dos hábitos do consumo e de poupança dos portugueses

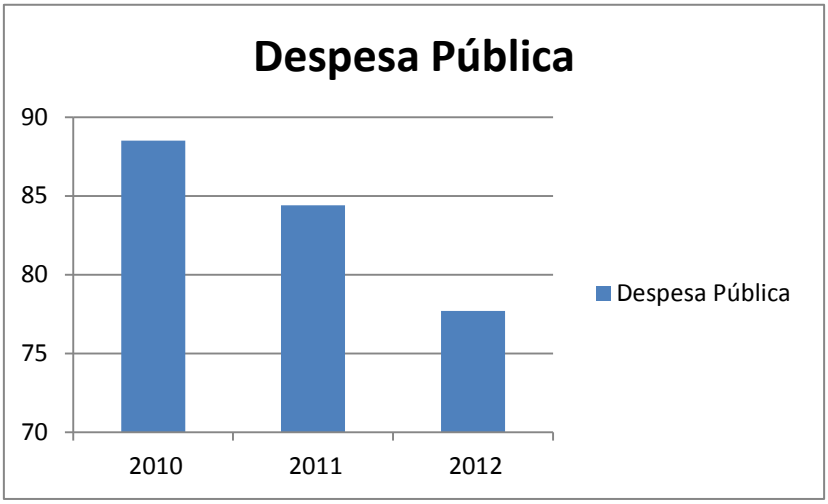
A recuperação da taxa de poupança é uma boa noticia para o país. Ela vai ajudar a melhorar a capacidade de financiamento dos bancos portugueses e, quando a confiança regressar (e os mercados se abrirem aos bancos), contribuir para o aumento do investimento das empresas.

Tabela nº 4 - Despesa Publica total anual

Anos	Despesa Pública
2010	88,5
2011	84,4
2012	77,7

Fonte: Banco de Portugal (2013) – valores em mil milhões

Gráfico nº 6 - Despesa Pública total anual

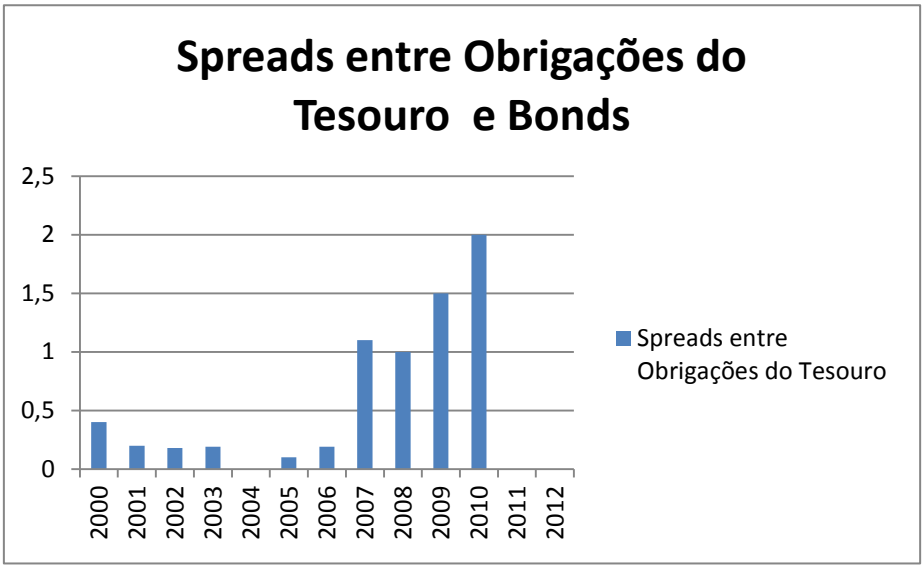


Fonte: Banco de Portugal – valores em mil milhões

Não podemos falar de endividamento do Estado sem falar de despesa e dos respectivos cortes que continuam por fazer. De qualquer modo, já estamos a registar uma redução devido à aplicação do programa de ajustamento, reflectido no gráfico.

O Estado gastou em 2012 cerca de 78 mil milhões, para uma receita de 70 mil milhões. Isto significa que o Estado tem um défice de 8 mil milhões e como o endividamento já é demasiado elevado, convirá evitar que os 120% se transformem em mais de 130% do PIB. Se nos mantivermos próximo da zona de risco (default), os mercados nunca nos vão emprestar dinheiro a taxas razoáveis, porque os credores vão incluir nas suas contas um prémio correspondente ao risco de perderem o dinheiro que nos estão a emprestar.

Gráfico nº 7 - Spreads entre Obrigações do Tesouro e Bonds em percentagem



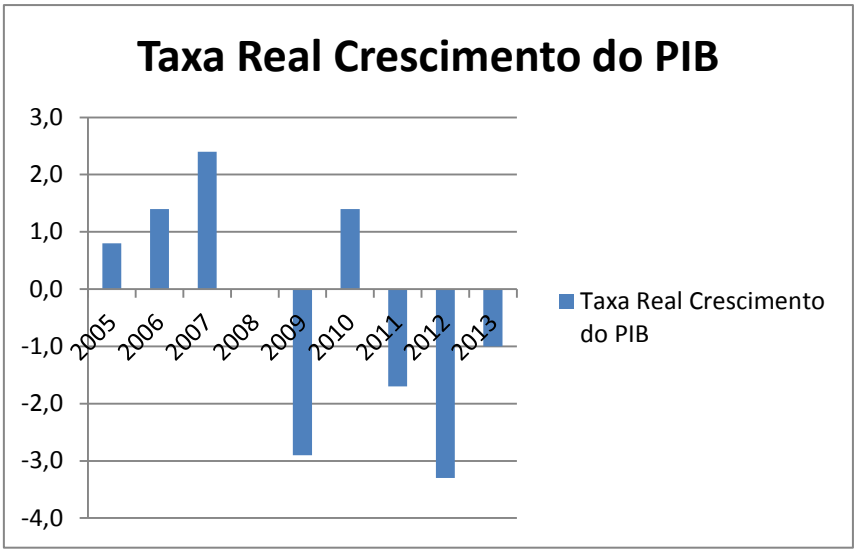
Os mercados não souberam antecipar os problemas que poderiam advir de défices superiores a 3%, no futuro. As taxas de juro mantiveram-se surpreendentemente convergentes nos primeiros anos de UEM.

Em Portugal aconteceu uma situação surpreendente. Em 2004, as taxas de juro das Obrigações do Tesouro a dez anos, a maturidade mais longa dos instrumentos de financiamento do Estado Português, caíram para o mesmo nível dos títulos alemães de maturidade equivalente. O spread entre a taxa de juro dos dois países caiu para zero.

Julgava-se que se estava numa zona monetária onde os défices das contas de cada país já não contavam para nada. O que interessava era a conta corrente da União face ao exterior.

Os mercados só em 2008 corrigiram o exagero, quando eclodiu a crise financeira dos Estados Unidos, evidenciado pelo fenómeno da ``subprime´´.

Gráfico nº 8 - Taxa real do crescimento do PIB em percentagem



Fonte: Banco de Portugal

Portugal na última década cresceu abaixo de 1%, ou seja, em dez anos, a riqueza criada pela economia portuguesa praticamente estagnou.

Durante os últimos 15 anos, os governos foram tirando do perímetro orçamental operações que representavam verdadeiro endividamento do Estado (como as parcerias público-privadas). Isto é, foram retiradas do orçamento responsabilidades que, na prática eram do Estado.

Isto significa que, apesar dessas despesas não aparecerem no orçamento, eram efectivamento pagas pelo Estado, representando divida que era ocultada.

Quando a Troika interveio, obrigou o Governo a tomar medidas que garantissem maior transparência no universo das operações que envolviam o Estado.

4.3 Conclusão

O ajustamento Português tem sido penoso e tem de se reconhecer ser impossível juntar à austeridade orçamental uma permanente austeridade financeira. A crise só poderá ser ultrapassada com bancos saudáveis, com balanços limpos e capitalizados, e quando o BCE tiver um mandato que possibilite o acesso á liquidez, capital e capacidade de investimento às economias do sul. Para além das reformas estruturais, afigura-se relevante a emergência duma melhor classe empresarial e a regeneração das respectivas classes políticas.

É um caminho difícil e a probabilidade de fazer convergir tantas frentes é pequena. Mas será a ultima oportunidade de evitar a irrelevância da Europa e, sobretudo, a possibilidade de desfechos trágicos a sul.

5 CAPÍTULO – Metodologia de Investigação

Este capítulo, para além de sistematizar o estado actual da investigação no que concerne ao estudo da interdependência entre as decisões de estrutura do capital e a politica de dividendos, evocada pelas principais linhas de investigação, relativa a cada um destes temas, tem ainda como objectivo sistematizar as variáveis da empresa que, de acordo com aquelas correntes da literatura, podem condicionar as decisões de estrutura do capital, politica de dividendos e investimento.

O modelo adoptado neste estudo empírico segue uma abordagem de dados em painel. A partir de um conjunto de observações sobre a estrutura financeira de empresas (não financeiras) do mercado de capitais português (com base em empresas cotadas em Bolsa), recolhidas ao longo de um horizonte temporal de 9 anos (2000 a 2008), analisam-se as relações existentes entre as variáveis dependentes e independentes.

Numa abordagem semelhante a Jorge e Armada (2001), utiliza-se o *debt to equity ratio* como variável dependente. Os indicadores da variável dependente são os descritos na Tabela 1.

Tabela nº 5

Indicadores da variável dependente

Variável Dependente	Indicador
Debt to Equity Ratio	Y1 = Capital Alheio Total / ATL (1) Y2 = Capital Alheio MLP / ATL Y3 = Capital Alheio CP / ATL Y4 = Capital Alheio Total / Cap. próprio

(1) – ATL – Activo Total Liquido

Segundo a evidência empírica de Ferri e Jones (1979), Titman e Wellels (1988) e Jorge e Armanda (2001), foram seleccionados três indicadores para analisar a variável dimensão: número de trabalhadores, activo total líquido e volume de negócio. Refira-se

que a amostra inclui apenas empresas de grande dimensão, segundo a Comissão da Comunidade Europeia.

Para a variável tangibilidade, medida pelas abordagens de Titman e Wessels (1988), Thies e Klock (1992) e Jorge e Armanda (2001), determinou-se dois indicadores que representam o peso do activo tangível e intangível no activo total líquido.

Na variável oportunidade de crescimento, analisa-se a taxa de crescimento do activo total líquido (Toy et al., 1974, Jorge e Armanda 2001), calculada anualmente.

O risco de negócio, por ser representativo da volatilidade dos resultados das empresas, será medido pelo desvio-padrão, tal como em Ferri e Jones (1979) e Jorge e Armada (2001), e pelo coeficiente de variação dos resultados (Toy *et al*., 1974; Jorge e Armada, 2001).

Na variável vantagens fiscais não resultantes do endividamento foram utilizados os rácios, Amortização de Activo Tangivel (Imobilizado Corpóreo) e Intangível (Incorpóreo/RAAJI) e Despesas I&D/Vendas, seguindo a evidência empírica de Bradley, Kim (1984) e Titman e Wessels (1988).

Com a variável lucro pretende-se analisar a influência do resultado operacional na estrutura de capital (Harris e Raviv, 1991; Ranjan e Zingales, 1995; e Rangan, 2006).

A variável dividend payout foi determinada como sendo uma percentagem dos resultados líquidos apresentados pela empresa, pagos aos accionistas sob a forma de dividendos, tratando-se de uma abordagem semelhante à de Antoniou, Guney e Paudyal (2002).

A performance do preço das acções determina as expectativas por parte dos investidores em relação ao futuro da empresa (Antoniou e Paudyal, 2002; Levy, 2003; Hovakimian *et al*., 2004).

Tabela nº 6 – Indicadores da Variável Independente

Variável Independente	Indicador
Dimensão	X1 - Nº Trabalhadores
	X2 - Activo Total Liquido
	X3 - Volume Negócio
Tangibilidade	X4 - Activo Tangivel Liq. / ATL
	X5 - Activo Intangivel Liq. / ATL
Oport. de Crescimento	X6 – Taxa Cresc AT
	X7 - Coef. Var. RAJI
Risco de Negócio	X8 - Desvio Padrão Vendas
	X9 - Desvio Padrão RAJI
Vant. Fiscais não Res. Endiv.	X10 - Act. Tang. e Int. / RAJI
	X11 - Despesas I&D / Vendas
Lucro	X12 - Res. Operac. / ATL
Divid. Payout	X13 - Dividendos / RL
Performance Preçoacções	X14 – Var. Anual Preço Acções

RAJI – Resultados antes de Juros e Impostos ; RL – Resultado Liqyuido

O modelo deste trabalho é composto por um conjunto de quatro regressões lineares múltiplas analisadas separadamente, uma vez que existem quatro indicadores que representam o rácio de endividamento.

Considere-se o seguinte modelo auto-regressivo:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \sum_{K=1}^{n} \beta_k X_{ki,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Onde,

$Y_{i,t}$ = medida de endividamento da empresa i no ano t
B_0 = constante
β_k = parâmetro estimado pelo modelo
X = vector de variável explicativa
$\varepsilon_{i,t}$ = erro aleatório

O vector das variáveis explicativas inclui K factores, (k = 1, …. , 8) , que se seguem

(i) Dimensão
(ii) Tangibilidade dos activos
(iii) Oportunidade de crescimento
(iv) Risco de negócio
(v) Vantagens fiscais não resultantes do endividamento
(vi) Lucro
(vii) Dividend payout; e
(viii) Performance do preço das acções

O modelo será estimado pelo método dos mínimos quadrados generalizados com tratamento de dados em painel, numa abordagem semelhante à de Jorge e Armada (2001).

No método dos mínimos quadrados generalizados admite-se que os erros são distribuídos aleatoriamente com função densidade, homocedásticos e não auto-

correlacionados, o que permite obter estimadores não enviesados e consistentes (Greene, 2008).

A análise em painel pode ser realizada para dois modelos: modelo de efeitos fixos e modelo de efeitos aleatórios. No modelo de efeitos fixos, a estimação é feita assumindo que a heterogeneidade dos indivíduos se capta na parte constante, mantendo-se a hipótese da homogeneidade das observações (Greene, 2008).

Para Wooldrige (2006), os parâmetros deste modelo são estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinários ou LSDV (*Least Square Dummy Variable*). O modelo de efeitos aleatórios considera o termo constante não como um parâmetro fixo, mas como um parâmetro aleatório não observável (Greene, 2008).

Os parâmetros do modelo são estimados pelo método dos mínimos quadrados generalizados. A escolha do modelo mais adequado (efeitos fixos ou efeitos aleatórios) pode ser feita através de testes de especificação, como por exemplo o teste de Hausman (1978). Após a aplicação da estatística de Hausman, verificou-se que apenas na regressão Y1 teremos um modelo de efeitos fixos, pois rejeita-se a hipótese nula. Nas restantes regressões (Y2,Y3,Y4), o modelo de efeitos aleatórios é o mais apropriado.

5.1 Resultados empíricos

No presente capítulo são analisados os resultados do modelo auto-regressivo, de forma a determinar a relevância da estrutura de capital, defendida por Modigliani e Miller (1963). O modelo, composto por quatro regressões lineares múltiplas, será estimado pelo método de mínimos quadrados generalizados com tratamento de dados em painel (Thies e Klock, 1992; Jorge e Armada, 2001) aplicando o *package* STATA v.10.0.

A amostra utilizada neste estudo foi recolhida a partir da base de dados - DataStream (dispõe de informação sobre demonstrações financeiras de empresas Portuguesas cotadas em bolsa), para um horizonte temporal de 9 anos (2000 a 2008), sobre a estrutura financeira de empresas (não financeiras) do mercado de capitais português.

Todas as informações adicionais necessárias à construção do modelo foram obtidas junto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Tal como na maioria dos estudos, utilizou-se valores contabilísticos (históricos), em vez de valores de mercado

ou valores corrigidos, tendo em conta que estes são os dados que se encontram disponíveis.

Como o modelo segue uma abordagem de dados em painel, os efeitos temporais da taxa de inflação e produto interno bruto, comuns a todas as empresas da amostra e que podem variar no tempo, são susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas, pelo que são considerados no modelo.

Para aferir a robustez dos resultados deste trabalho empírico, foram verificados um conjunto de pressupostos sobre a componente erro do modelo ε, validados através dos resíduos, $\hat{e}$. Sendo assim, analisou-se a linearidade e a normalidade dos resíduos. Foi testada a heterocedasticidade e a auto-correlação dos termos de erro (Greene, 2008). Graficamente verificou-se que todos os modelos de regressão apresentam uma relação linear entre a variável dependente e as variáveis independentes. O teste de *Shapiro-wilk*, a denominada estatística W, mostra que os resíduos são normalmente distribuídos.

Pelo teste de Breusch-Pagan, com hipótese nula de variância constante, verificou-se a presença de heterocedasticidade nos resíduos da regressão de efeitos fixos Y1. Para corrigir o problema, será utilizado o método Prais-Winstem *(P-W)*, estimando o modelo por mínimos quadrados ordinários. Nos modelos de regressão de efeitos aleatórios (Y2, Y3, Y4), a heteroscedasticidade foi analisada pelo multiplicador Lagrange Breusch-Pagan, com hipótese nula de homocedasticidade.

Em todos os modelos de regressão (Y2, Y3 e Y4), rejeita-se a hipótese nula, pelo que a variância do erro não é constante ao longo das observações. Para controlar o problema de heteroscedasticidade nos modelos de efeitos aleatórios, Beck e Katz (1995) propõem uma correcção no cálculo do erro-padrão, conhecida como panel corrected standard errors (pcse).

O problema da autocorrelação ocorre quando a co-variância do erro é diferente de zero, sendo o erro não independente ao longo das observações. Pelo teste de Breusch-Godfrey, verificou-se o problema da autocorrelação no modelo de efeitos fixos (Y1*)* . Para corrigir este problema, o modelo de efeitos fixos foi estimado por mínimos quadrados ordinários, pelo método Pais-Winstem (P-W).

Para controlar eventuais problemas de auto-correlação nos modelos de efeitos aleatórios Y2, Y3 e Y4, e uma vez que são estimados pelo método dos mínimos quadrados generalizados, foi aplicado o panel corrected standard errors (pcse) el corrected standard errors (pcse), baseado no teste de Durbin Watson (Beck e Katz, 1995).

Tabela nº 7 - Resultados do modelo de regressão Y_1

Variáveis Independentes	Y1 = Capital Alheio Total / ATL			
	Coef.	Erro Padrão	T = Estat	P-Value
β_0	0,6304	0,3845	1,6500	0,1030
X1 - Nº Trabalh.	0,0000	0,0000	-1,7600	0,0990
X2 - Act. Total Liquido	0,0000	0,0000	0,9000	0,3720
X3 - Vol. Negócio	0,0000	0,0000	-0,0700	0,9420
X4 - Act. Tangivel Liq. / ATL	1,2405	0,1465	8,4700	0,0000
X5 - Act. Intang. Liq. / ATL	0,1418	0,2016	0,7000	0,4840
X6 - Taxa Cresc. / ATL	-0,0353	0,0281	-1,2600	0,2120
X7 - Coef. Variação RAAJI	-0,0126	0,0176	-0,7200	0,4750
X8 - Desvio Padrão Vendas	0,0506	0,0444	1,1400	0,2570
X9 - Desvio Padrão RAJI	-0,0003	0,0029	-0,0900	0,9270
X10 - Amort. Act. Tang e Int / RAJI	-0,0003	0,0003	-1,1700	0,2470
X11 - Despesas I&D / Vendas	0,5802	2,8260	0,2100	0,8380
X12 - Resultado Operacional	-0,1330	0,3509	-0,3800	0,7060
X13 - Dividendos / Res. Liquidos	-0,0002	0,0063	-0,0030	0,9750
X14 - Variação Anual Preço Acções	0,0223	0,0179	1,2400	0,2180
R^2	0,6600			
R^2 (Adj.)	0,5800			
F - Stat (1)	10,93			

(1) Nivel de significância de 0,05

Com a estatística t-Student e, considerando um nível de significância de 5% para um total de 144 observações, avalia-se a significância individual dos parâmetro das quatro regressões lineares. Na regressão Y1 (ver Tabela 3), verifica-se que apenas o ratio (X4) de tangibilidade dos activos influencia o nível de endividamento. Este modelo linear explica cerca de 66% da variável dependente.

Tabela nº 8 – Resultados do Modelo de Regressão Y2

Variáveis Independentes	Y2 = Capital Alheio MLP / ATL			
	Coef.	Erro Padrão	T= Estatisc	p-Value
β_0	0,1353	0,0440	3,0700	0,0020
X1 - NºTrabalh.	0,0000	0,0000	5,6100	0,0000
X2 - Act. Total Liquido	0,0000	0,0000	1,9600	0,0500
X3 - Vol. Negócio	0,0000	0,0000	-3,1700	0,0020
X4 - Act. Tangivel Liq. / ATL	0,5103	0,0890	5,7300	0,0000
X5 - Act. Intang. Liq. / ATL	0,4749	0,1301	3,6500	0,0000
X6 - Taxa Cresc. / ATL	-0,1144	0,0607	-1,8900	0,0590
X7 - Coef. Variação RAJI	-0,0031	0,0114	-0,2800	0,7830
X8 - Desvio Padrão Vendas	0,1168	0,0778	1,5000	0,1330
X9 - Desvio Padrão RAJI	0,0020	0,0031	0,6400	0,5200
X10 - Amort. Act. Tang e Int / RAJI	0,0001	0,0060	0,1200	0,9020
X11 - Despesas I&D / Vendas	-9,3589	3,9213	-2,3900	0,0170
X12 - Resultado Operacional	0,0131	0,3826	0,0400	0,9690
X13 - Dividendos / Res. Liquidos	-0,0054	0,0061	-0,8900	0,3760
X14 - Variação Anual Preço Acções	-0,0044	0,0204	-0,2200	0,8290
R^2	0,4600			
R^2 (Adj.)	-			
F - Stat (1)	-			

(1) Nivel de significância de 0,05

No modelo Y2, com um coeficiente de regressão de 0,46, observa-se que as variáveis dimensão (ratios X1 e X2), tangibilidade (ratios X4 e X5) e vantagens fiscais não resultantes do endividamento (ratio X11) assumem significância no nível de endividamento (Tabela 4).

Tabela nº 9 – Resultados do Modelo de Regressão Y3

Variáveis Independentes	Y3 = Capital Alheio CP / ATL			
	Coef.	Erro Padrão	T = Estatisc	P-Value
β_0	0,2563	0,0495	5,1800	0,0000
X1 - NºTrabalh.	0,0000	0,0000	3,8400	0,0000
X2 - Act. Total Liquido	0,0000	0,0000	-2,6300	0,0080
X3 - Vol. Negócio	0,0000	0,0000	2,2300	0,0260
X4 - Act. Tangivel Liq. / ATL	0,0698	0,1118	0,6200	0,5330
X5 - Act. Intang. Liq. / ATL	-0,0339	0,1255	-0,2700	0,7870
X6 - Taxa Cresc. / ATL	-0,0016	0,0487	-0,0300	0,9730
X7 - Coef. Variação RAJI	-0,0025	0,0139	-0,1800	0,8580
X8 - Desvio Padrão Vendas	0,0693	0,0864	0,8000	0,4230
X9 - Desvio Padrão RAJI	0,0008	0,0030	0,2100	0,8310
X10 - Amort. Act. Tang e Int / RAJI	-0,0003	0,0002	-1,5300	0,1260
X11 - Despesas I&D / Vendas	-1,4291	3,2101	-0,4500	0,6560
X12 - Resultado Operacional	-0,1768	0,2887	-0,6100	0,5400
X13 - Dividendos / Res. Liquidos	0,0039	0,0058	0,6700	0,5040
X14 - Variação Anual Preço Acções	0,0135	0,0256	0,5300	0,5990
R^2	0,5100			
R^2 (Adj.)	-			
F - Stat (1)	-			

(1) Nivel de significância de 0,05

A regressão Y3 explica cerca de 51% da variável dependente. Todos os indicadores da variável dimensão mostraram-se significativos para o nível de endividamento (Tabela 5).

Tabela nº 10 – Resultados do Modelo de Regressão Y4

Variáveis Independentes	Y4 = Capital Alheio Total / Capital Próprio			
	Coef.	Erro Padrão	T = Estatisc	P-Value
β_0	0,8062	1,1442	0,7000	0,4810
X1 - NºTrabalh.	0,0000	0,0001	-0,2200	0,8290
X2 - Act. Total Liquido	0,0000	0,0000	5,2700	0,0000
X3 - Vol. Negócio	0,0000	0,0000	0,6100	0,5390
X4 - Act. Tangivel Liq. / ATL	2,5324	2,7856	0,9100	0,3630
X5 - Act. Intang. Liq. / ATL	0,9375	4,3383	0,2200	0,8290
X6 - Taxa Cresc. / ATL	-0,8989	1,9075	-0,4700	0,6370
X7 - Coef. Variação RAJI	1,7477	0,5896	2,9600	0,0030
X8 - Desvio Padrão Vendas	-0,3000	2,2986	-0,1300	0,8960
X9 - Desvio Padrão RAJI	-0,0965	0,2041	-0,4700	0,6360
X10 - Amort. Act. Tang e Int / RAJI	-0,0071	0,0042	-1,7000	0,0900
X11 - Despesas I&D / Vendas	-20,7497	214,8311	-0,1000	0,9230
X12 - Resultado Operacional	-25,1260	10,4460	-2,4100	0,0160
X13 - Dividendos / Res. Liquidos	-0,0038	0,2265	-0,0200	0,9870
X14 - Variação Anual Preço Acções	-1,0608	1,1106	-0,9600	0,3400
R^2	0,3800			
R^2 (Adj.)	-			
F - Stat (1)	-			

(1) - Nivel de significância de 0,05

No modelo Y4 observa-se que as variáveis dimensão (ratio X2), risco de negócio (ratio X7) e lucro (ratio X12) são estatisticamente significativas no nível de endividamento. Este modelo apresenta um coeficiente de regressão de 0,38 (Tabela 6)

Tabela nº 11 – Relação esperada entre variáveis dependentes e independentes

Variáveis Independentes	Relação esperada			
	Y1	Y2	Y3	Y4
X1 - Nº Trabalh.	+	+	-	+
X2 - Act. Total Liquido	+	+	-	+
X3 - Vol. Negócio	+	+	-	+
X4 - Act. Tangivel Liq. / ATL	+	+		
X5 - Act. Intang. Liq. / ATL			-	
X6 - Taxa Cresc. / ATL	+	+	+	+
X7 - Coef. Variação RAAJI	-	-	-	-
X8 - Desvio Padrão Vendas	-	-	-	-
X9 - Desvio Padrão RAJI	-	-	-	-
X10 - Amort. Act. Tang e Int / RAJI	+	+	+	+
X11 - Despesas I&D / Vendas	-	-	-	-
X12 - Resultado Operacional	-	-	-	-
X13 - Dividendos / Res. Liquidos	-	-	-	-
X14 - Variação Anual Preço Acções	-	-	-	-

(+) relação positiva (-) relação negativa (inex.) relação inexistente

A partir dos coeficientes estimados pelos modelos de regressão, analisa-se a relação existente entre os indicadores da variável dependente e os factores explicativos. A tabela 7 mostra a relação esperada entre as variáveis dependentes e independentes.

Tabela nº 12 – Relação observada entre variáveis dependentes e independentes

Variáveis Independentes	Relação esperada			
	Y1	Y2	Y3	Y4
X1 - Nº Trabalh.	inex.	+	+	inex.
X2 - Act. Total Liquido	inex.	+	-	inex.
X3 - Vol. Negócio	inex.	-	+	inex.
X4 - Act. Tangivel Liq. / ATL	+	+	inex.	inex.
X5 - Act. Intang. Liq. / ATL	inex.	-	inex.	inex.
X6 - Taxa Cresc. / ATL	inex.	inex.	inex.	inex.
X7 - Coef. Variação RAJI	inex.	inex.	inex.	+
X8 - Desvio Padrão Vendas	inex.	inex.	inex.	inex.
X9 - Desvio Padrão RAJI	inex.	inex.	inex.	inex.
X10 - Amort. Act. Tang e Int / RAJI	inex.	inex.	inex.	inex.
X11 - Despesas I&D / Vendas	inex.	-	inex.	inex.
X12 - Resultado Operacional	inex.	inex.	inex.	-
X13 - Dividendos / Res. Liquidos	inex.	inex.	inex.	inex.
X14 - Variação Anual Preço Acções	inex.	inex.	inex.	inex.

(+) relação positiva (-) relação negativa (inex.) relação inexistente

A tabela 8 indica a relação observada entre as variáveis dependentes e independentes após estimação dos modelos de regressão**.**

5.2 Conclusão

No que respeita à variável dimensão, admite-se uma relação positiva com o nível de endividamento de médio e longo prazo (Ferry 1979; Remmers *et al*., 1974). Quando esta variável for medida pelo número de trabalhadores, os resultados obtidos mostram que existe uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o nível de endividamento de médio e longo prazo e de curto prazo.

O indicador volume de negócios indica uma relação positiva com o nível de endividamento de curto prazo e negativa com o endividamento de médio e longo prazo. Empresas com elevado volume de negócios e dimensão optimizadora não necessitam de tanto investimento estrutural.

Segundo Titman (1988) e Augusto (1996), as empresas com maior proporção de activos tangíveis apresentam maior nível de endividamento, particularmente de médio e longo prazos. Os resultados obtidos confirmam estas hipóteses, no que respeita aos activos tangíveis. Porém, para os activos intangíveis as previsões não são confirmadas. O facto de se incluir na amostra empresas de diferentes sectores de actividade poderá dificultar a homogeneidade suficiente no que respeita à utilização de capital fixo tangível e intangível.

Para a variável oportunidade de crescimento, seria de esperar uma relação positiva com o endividamento (Jorge e Armada, 2001). Contudo, perante os resultados obtidos, conclui-se que este factor, não é determinante da estrutura de capitais das empresas incluídas na amostra.

Admite-se uma relação negativa entre a variável risco de negócio e o nível de endividamento de curto prazo (Ferri, 1979; Bradley 1984). Pelos resultados obtidos, a variável risco de negócio apenas é determinante do nível de endividamento das empresas pelo coeficiente de variação do RAJI. Contrariando a teoria, verifica-se que existe uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio, o que sugere que as empresas com maior risco são também as mais endividadas.

Segundo Bradley (1984), e Titman e Wessels (1988), seria de esperar uma relação positiva entre o nível de endividamento e a variável vantagens fiscais não resultantes do endividamento, quando medida pelo indicador X_{10} (Amortizações Activo Tangível e

Intangível /RAAJI) e negativa se utilizar o *ratio* X_{11} (Despesas I&D/Vendas Totais Líquidas). Os resultados confirmam a relação existente entre o nível de endividamento e a medida que envolve as despesas I&D (*ratio* X_{11}). Contudo, o indicador X_{10} não se revela determinante no endividamento das empresas.

No que respeita ao lucro, e conforme Harris e Raviv (1991), Zingales (1995), e Rangan (2006), seria de esperar uma relação negativa entre o nível de endividamento e esta variável medida pelo resultado operacional (*ratio* X_{12}). As previsões são confirmadas, mostrando-se coerente com a teoria *pecking order*.

Seria de esperar uma relação inversa entre a variável dividen payout e o nível de endividamento (Antoniou e Paudyal, 2002). No entanto, a medida desta determinante apresenta valores que não são significativos para o nível de endividamento.

Seguindo Antoniou e Paudyal (2002), Korajczk (2003), e Hovakimian *et al*. (2004), admite-se uma relação negativa entre a performance do preço das acções e o nível de endividamento. Todavia, as suposições não foram confirmadas.

Os resultados evidenciam que há factores que não são determinantes no nível de endividamento, nomeadamente os indicadores oportunidade de crescimento, dividend payout e performance do preço das acções. Os outros factores considerados na análise mostraram-se relevantes na estrutura de capital.

6 CAPÍTULO – Conclusão geral

6.1 Principais conclusões do trabalho

A estrutura de capital e política de dividendos é um tema ainda bastante controverso na teoria financeira. A heterogeneidade das evidências empíricas mostra que o assunto ainda não está completamente explorado.

A crescente globalização da economia mundial, envolvida numa integração dos mercados, em particular o financeiro, assenta fundamentalmente numa cada vez maior concorrência das empresas em todos os sectores de actividade. A definição da estrutura de capitais e os factores que o determinam é essencial para a sobrevivência, performance e criação de valor.

O trabalho, aplicado às empresas Portuguesas cotadas em bolsa, contribui para uma análise actualizada sobre o tema e ao incluir as variáveis endógenas e exógenas, pretende captar as variações da conjuntura económica que podem afectar as decisões relativas à estrutura de capitais e à política de capitais.

No presente trabalho foram analisados os determinantes da estrutura de capital e política de dividendos de empresas do mercado de capitais Português (cotadas em bolsa). Investigaram-se as relações existentes entre o nível de endividamento e os indicadores que apresentam maior suporte na literatura financeira.

Refira-se que existem características de cada empresa da amostra que, embora não estando incluídas nas variáveis independentes, determinam o nível de endividamento. Entre essas características serão de destacar; factores comportamentais específicos dos gestores, o grau de desenvolvimento tecnológico da empresa, condições de acesso e desenvolvimento do mercado de capitais português e outros aspectos inerentes à envolvente económica e institucional do mercado de capitais Português não abrangidos pelo estudo.

Com os seus trabalhos Modigliani e Miller (1958), ao demonstrarem que as decisões relativas à estrutura do capital e à política de dividendos são irrelevantes num mundo sem impostos, sem custos de transacção e outras imperfeições do mercado, rompem

com o pensamento económico-financeiro tradicional e iniciam uma nova etapa da teoria financeira.

As conclusões de MM, como tivemos oportunidade de constatar ao longo deste trabalho, embora sejam amplamente questionadas pela investigação que lhes sucedeu, constituíram um referencial importante no desenvolvimento dessa mesma investigação.

De acordo com esta linha de investigação se, por um lado, as decisões da estrutura do capital, que implicam um aumento do peso do endividamento, podem proporcionar á empresa um beneficio fiscal que pode compensar o imposto sobre o rendimento das pessoas singulares que os investidores terão que suportar sobre os juros da divida, por outro, podem conduzir a custos de insolvência financeira e à perda de outras fontes de protecção fiscal disponíveis.

Baseando-se na constatação de que as empresas continuam a distribuir dividendos, mesmo nos sistemas fiscais em que esta categoria de rendimento é penalizada relativamente às mais-valias de acções, em sede de imposto sobre o rendimento dos investidores desenvolve-se, ainda, a linha de raciocínio de que as vantagens frequentemente atribuídas ao endividamento, que as empresas incluem na sua estrutura do capital, não se esgotam nos benefícios fiscais que, eventualmente, o mesmo poderá proporcionar.

Outras linhas de investigação têm realçado o papel que tais decisões financeiras produzem na atenuação dos conflitos de interesses que tendem a surgir no seio das empresas e, consequentemente, na minimização dos custos de agência que daí resultam, bem como o papel que essas decisões desempenham em termos de sinalização da qualidade da empresa e dos seus projectos.

Quanto ao papel que o recurso ao endividamento e á distribuição de dividendos pode exercer na atenuação dos conflitos de interesses que, com frequência, surgem nas empresas, a modelização que tem sido desenvolvida tem avançado com diferentes argumentos, quer para justificar a necessidade de aumentar o peso do endividamento na estrutura do capital, quer para justificar uma politica de dividendos generosa, sempre que a probabilidade de ocorrência de conflitos de interesses entre accionistas e administradores é elevada.

A base das diferentes linhas de argumentação assenta, fundamentalmente, no facto de a distribuição de dividendos, por si só ou em conjunto com o endividamento, bem como com outros mecanismos podem ser utilizados para amenizar aqueles conflitos. Ao impor os investidores a disciplina dos mercados financeiros, por um lado, eleva o risco financeiro da empresa de acordo com os interesses dos accionistas e, por outro, reduz o free cash-flow, cuja utilização por parte dos administradores poderá ser duvidosa.

No campo da investigação empírica, a grande maioria dos estudos, ao mesmo tempo que tem procurado testar a eficácia dos mecanismos que têm sido propostos para amenizar os conflitos de interesses entre administradores e accionistas e entre estes últimos e os credores, tem procurado quantificar os custos resultantes das relações de agência mais frequentes (administradores, accionistas e credores versus accionistas).

Algumas características das empresas, ao influenciarem a amplitude dos custos de agência, podem condicionar as decisões relativas á estrutura do capital e á política de dividendos. Entre as características que, com mais frequência, têm sido apontadas são de destacar a capacidade de gerar free cah-flow, as oportunidades de crescimento, a estrutura de activos, a dimensão, o risco de negócio e, ainda, a percentagem do capital detido pelos seus administradores.

Apesar de existir um amplo consenso no que se refere às potencialidades das decisões de distribuição de dividendos e de estrutura de capital, que impliquem um aumento do peso do endividamento nessa mesma estrutura, na redução dos conflitos de interesses entre administradores e accionistas, a investigação empírica existente continua a fornecer um suporte ambíguo no que se refere ao efeito de tais decisões sobre os conflitos de interesses entre accionistas e credores, conflitos que assumem especial relevância nas empresas de capital fechado, de que são exemplo as PME´s.

Para estas empresas, apesar dos custos que resultam da relação de agência entre accionistas e administradores assumirem uma importância diminuta ou mesmo nula, pois a propriedade e a administração destas sociedades encontram-se vulgarmente concentrada nas mesmas pessoas, não são de negligenciar, também, os custos que resultam dos conflitos de interesses entre os seus proprietários, sempre que os mesmos partilham a condução dos destinos da empresa.

No que se refere às decisões de estrutura do capital, os estudos que têm analisado a reacção do mercado face á emissão de diferentes fontes de financiamento, em múltiplos contextos, embora não sejam totalmente consensuais, evidenciam as seguintes tendências: uma reacção negativa face á emissão de novas acções, por um lado, e, por outro, uma reacção menos negativa, e não raras vezes positiva, face á emissão de títulos da divida.

Em paralelo, aos estudos empíricos que se têm voltado para a análise da reacção do mercado face á emissão de diferentes fontes de financiamento, uma outra corrente de investigação tem procurado fundamentação teórica para a hipótese de uma hierarquia de preferências, manifestada pelas empresas aquando da escolha das suas fontes de financiamento, hipótese de pecking order.

De acordo com esta hipótese, suportada formalmente pelo trabalho pioneiro de Myers e Majluf (984), as empresas preferem financiar-se com fundos gerados internamente (auto-financiamento), emitindo títulos apenas quando aqueles se mostram insuficientes face às suas necessidades de financiamento, começando por emitir títulos de divida segura, obrigações convertíveis, e só em último recurso é que recorrem á emissão de novas acções. Esta hipótese de comportamento, apesar das objecções de que é alvo no campo teórico, tem merecido um consenso alargado no domínio empírico.

Acresce que esta hipótese de comportamento, além de reunir o apoio da maioria dos estudos empíricos que a têm procurado testar, directa ou indirectamente, no contexto das grandes empresas, assume também especial relevância, segundo a investigação empírica recente, no contexto das PME´s, pois é nestas empresas que as assimetrias de informação são particularmente intensas.

Segundo a mesma investigação, no caso das PME ´s a hipótese da pecking order assume contornos específicos, visto que é truncada no ponto em que recorrem ao endividamento a médio e longo prazo, dado que a emissão de capital próprio a colocar á subscrição de novos accionistas constitui, na prática, uma opção de financiamento bastante remota para estas empresas.

Relativamente às principais linhas de investigação que se têm voltado para o teste do efeito sinalizador das decisões relativas à alteração da política de dividendos da empresa, os resultados a que esses estudos têm sido conduzidos revelam-se ambíguos.

Por um lado, têm revelado, no geral, que a cotação das acções reage favoravelmente (desfavoravelmente) face ao anúncio do acréscimo (decréscimo) dos dividendos, ao mesmo tempo que têm evidenciado uma reacção superior da cotação das acções face ao anuncio da alteração dos dividendos regulares do que da distribuição de dividendos especiais. Por outro, quando analisada a relação entre as alterações não antecipadas dos dividendos e os resultados/cash-flows futuros, defendida pela mesma hipótese, os resultados têm-se mostrado conflituosos.

Enquanto alguns estudos apoiam a relação positiva entre a alteração dos dividendos e os resultados/cash-flows de períodos subsequentes, outros não corroboram aquela relação. Como é reconhecido por alguma da literatura existente, esta discrepância de resultados deve-se, em grande parte, à dificuldade em separar o efeito sinalizador dos dividendos do efeito que é sustentado pela teoria de agência, sobre a reacção da cotação das acções face ao anúncio da alteração dos dividendos.

As diferentes linhas de investigação que têm procurado fornecer as bases de sustentação para as decisões de estrutura do capital e de politica de dividendos, depois de percorrerem um primeiro caminho em que procuraram explicar aquelas decisões financeiras explorando os efeitos da fiscalidade, dos custos de insolvência financeira, de agência e assimetrias de informação, ao mesmo tempo que se tem tornado mais complexa, reconhecem de forma clara que cada uma daquelas decisões é função da outra, bem como de um conjunto de características especificas da empresa, pois estas influenciam a forma como se manifestam aqueles efeitos.

Face ao estado actual existente, na segunda parte deste nosso trabalho estudou-se, no contexto das empresas da indústria transformadora Portuguesa, a interdependência entre as decisões de estrutura do capital e de distribuição de resultados sob a forma de dividendos, e consequentemente, a relação causal entre essas decisões financeiras, atendendo às características específicas de cada empresa.

Em particular, foram analisadas duas situações em concreto, por um lado a interdependência das decisões de estrutura do capital, de distribuição de dividendos e de investimento e, por outro, o efeito das variáveis da empresa que, com mais frequência, têm sido sugeridos pela literatura como potenciais determinantes de cada uma daquelas decisões.

A metodologia utilizada, que constitui uma aplicação do Modelo dos Mínimos Quadrados, ao mesmo tempo que permite estudar a interdependência entre as decisões de estrutura do capital, de distribuição de dividendos e de esforço de investimento, permite, também, estabelecer a relação causal entre essas decisões, atendendo aos atributos específicos de cada empresa.

Um outro nível de conclusões prende-se com os efeitos estruturais suportados pela nossa análise. Neste campo são de destacar dois conjuntos de conclusões, possuindo, no entanto, pontos de intercepção entre si: um, diz respeito entre às relações causais encontradas entre as variáveis endógenas e, o outro, prende-se com os efeitos de cada uma das variáveis.

No que se refere às relações causais, a primeira conclusão a retirar é a de que as decisões de estrutura do capital, de distribuição de dividendos e de esforço de investimento, adoptadas pelas sociedades anónimas pertencentes á industria transformadora Portuguesa, não são independentes. Os efeitos directos, estatisticamente significativos suportados pela nossa análise revelam que o esforço de investimento das empresas em estudo exerce um efeito positivo no seu rácio de endividamento e este, por sua vez, um efeito negativo na distribuição de resultados sob a forma de dividendos.

Porém, não são de registar quaisquer efeitos contrários, o mesmo é dizer, o peso do endividamento na estrutura do capital da empresa não condiciona o seu esforço de investimento e a distribuição de dividendos também não exerce qualquer efeito na estrutura do capital.

A corroborar esta conclusão são de registar os efeitos que a variável ``rendibilidade´´ exerce em cada uma das variáveis endógenas em análise. Efeito positivo directo no esforço de investimento e na proporção dos resultados distribuídos sob a forma de dividendos e negativo no rácio de endividamento. O efeito directo negativo que a mesma variável exerce na variável distribuição de dividendos, é claramente indicativo da preferência das empresas estudadas pela retenção de resultados, para sustentarem o seu esforço de investimento, e da sua propensão para recorrerem ao endividamento, depois de esgotada a sua capacidade de reter resultados.

O atributo dimensão, ao exercer um efeito directo negativo no esforço de investimento e um efeito positivo na distribuição de resultados.

A variável ``valor colateral dos activos´´, ao assumir um efeito directo positivo no rácio de endividamento e um efeito negativo na distribuição de dividendos, além de ser consistente com a maioria da literatura empírica existente, fornece suporte empírico.

No que respeita à variável ``oportunidade de crescimento´´, não é suportado qualquer efeito directo desta variável no peso do endividamento da empresa e na sua estrutura do capital, defendido por alguma da literatura existente.

Quanto ao atributo risco (volatilidade dos resultados), considerado na formulação do modelo como determinante das decisões de estrutura do capital, de distribuição de dividendos e de esforço de investimento, os resultados da nossa análise apenas apoiam um efeito directo negativo deste atributo no esforço de investimento e endividamento. O efeito indirecto apresenta-se posítivo na distribuição de resultados, motivado pelas relações causais que se manifestam entre as três variáveis endógenas.

Por fim, para uma melhoria na estrutura de capitais e política de dividendos das empresas Portuguesas face a uma crise económica que o país atravessa, é necessário que existam bancos mais saudáveis, capitalizados e com balanços limpos. Seria fundamental que o BCE permitisse maior liquidez, capital, para que seja possível mais capacidade de investimento. Internamente, seria necessário a redução do preço da electricidade, dos combustíveis, racionalização das PPP´s, evitar os contratos de Swaps e eliminar os lobbies. Para além de reformas estruturais, pela necessidade duma melhor classe empresarial e maior clarividência por parte da classe politica.

6.2 Limitações e sugestões de investigação

No final desta dissertação, para além de evidenciarmos algumas das suas limitações, que podem merecer particular atenção em trabalhos futuros, sugerem-se, igualmente, linhas de investigação, que a nosso ver, se revelam de especial interesse neste domínio.

No campo das limitações de que este trabalho enferma salienta-se, desde logo, o facto de não incluir algumas variáveis que, ao serem consideradas, poderiam melhorar substancialmente o modelo proposto. Entre essas variáveis são de destacar a estrutura de propriedade e de governo, bem como a dispersão do capital das empresas. No nosso caso estas variáveis não foram consideradas pela indisponibilidade de indicadores que nos possibilitasse a sua quantificação para o conjunto das empresas da nossa amostra.

Pensamos que se reveste de especial interesse a inclusão destas variáveis no modelo, pois permitiriam uma melhor quantificação dos custos de agência, em geral, e dos que se prendem com os conflitos de interesses que podem surgir no caso das PME´s com vários proprietários, em que todos eles assumem a condução dos destinos da empresa. Estes conflitos, podem fornecer um precioso contributo para se compreenderem as decisões de estrutura do capital e de distribuição de dividendos, das empresas de um tecido empresarial reduzido, como o Português.

Por fim, seria interessante avaliar, do ponto de vista dos investidores, se as suas respostas às decisões financeiras das empresas se encontram em sintonia com os trabalhos que as diferentes linhas de modelização têm vindo a desenvolver, nomeadamente aquelas que têm defendido o efeito de sinalização, para, assim, explicarem essas mesmas decisões.

Esperamos que estas sugestões possam despertar o interesse de outros investigadores, cujos seus trabalhos possam acrescentar conhecimento a este nosso modesto contributo.

7 Bibliografia

- Abrutyn, S. e Turner, R. W. (1990), «Taxes and Firms, Dividend Policies: Survey Results», National Tax Journal, 43 (4), pp. 491- 496.

- Aggarwal, R. K. e Samwich, A. A. (2003), «Why Do Managers Diversify their Firms? Agency Reconsidered», The Journal of Finance, 58 (1), pp. 71-118.

- Alli, K. L.; Khan, A. Q. e Ramirez, G. G. (1993), «Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis», American Business Review, 28 (4), pp. 523-547.

- Anderson, D; Sweeney, D; Willians, T. Statisticas for Business and Economics. 6 Ed West Publish Company, 1996.

- Araújo, António José Maria - ``Manual de Análise de Projectos de Investimento´´ Editora Rei dos livros, Out. 2003.

- Augusto, M. A. G. (1996), «Determinantes da Estrutura do Capital das Empresas da Indústria Transformadora Portuguesa», Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

- Augusto, M. G.; Gomes, C. F.; Lisboa, J. V. e Yasin, M. M. (2002), «Capital Structure of Portuguese Firms: Strateggy, Tactics and Culture» Journal of Global Business, 13 (25), pp. 17-26.

- Avisos e Instruções do Banco de Portugal

- Bessis, Joel (2002), ``Risk Management in Banking´´, Second Ed., Wiley & Sons, England.

- Brealey, Myers e Allen - `` Principios de Finanças Empresariais ´´, McGraw-Hill, 2007.

- Black, F. e Scholes, M. (1974), «The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns», Journal of Financial Economics, 1, Maio, pp. 1-22.

- Brealey, R. A. E Myers, S. C. (1998), «Principios de Finanças Empresariais, 5º Edição, McGraw-Hill de Portugal, Lda.

- Brennan, M. e Thakor, A. (1990), «Shareholder Preferences and Dividend Policy», The Journal of Finance, 45 (4), pp. 993-1018.

- Brennan, M. J. (1995), «Corporate Finance over the Past 25 Years», Financial Management, 24 (2), pp. 9-22.

- Brick, I. E.; Frierman, M. e Kim, Y. K. (1998), «Asymmetric Information Concerning the Variance of Cash Flows: The Capital Structure Choice», International Economic Review, 39 (3), pp. 745-761.

- Cadilhe, M. (1991), «Política de Dividendos e Dupla Tributação», Ópusculos do ISEF, nº 4, Edições ASA.

- Carey, M.; Prowse, S.; Rea, J. e Udell, G. (1993), «The Economics of Private Placements: A New Look», Financial Markets, Institutions and Instruments, 2, pp. 1-67.

- Chang, C. (1992), «Capital Structure as an Optimal Contract Betweeen Employees and Investors», The Journal of Finance, 47 (3), pp. 1141-1158.

- Chang, R. P. e Rhee, S. G. (1990), «The Impact of Personnal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions», Financial Management, 19 (2), pp. 21-31.

- Christ, Carl - `` Econometric Models and Methods ´´, Ed. John Wiley & Sons Inc., 1968.

- DeAngelo, H. e DeAngelo, L. (1990), «Dividend Policy and Financial Distress: Na Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms», The Journal of Finance, 45 (5), pp. 1415-1431.

- Farinha, J. B. R. B. (1999), «Dividend Policy, Corporate Governance and Managerial Entrenchment», Dissertação de Doutoramento, Lancaster University.

- Fischer, H.; Heinkel, R. e Zechner, J. (1989), «Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Test», The Journal of Finance, 44, pp. 19-40.

- Ghosh, A.; Cai, F. e Li, W. (2000), «The Determinants of Capital Structure», American Business Review, 18 (2), pp. 129-132.

- Goffin, R. (1999), «Principes de Finamce Moderne», 2º Edição, Economica, Paris.

- Grullon, G.; Kanatas, G. e Kumar, P. (2002), «Financing Decisions and Advertising: An Empirical Study of Capital Structure and Product Market Competition».

- Harris, M. e Raviv, A. (1991), «The Theory of Capital Structure», The Journal of Finance, 46 (1), pp. 297-355.

- Johnson, S.A. (1995), «Dividend Payout and the Valuation Effects of Bond Announcements», Journal of Finance and Quantitative Analysis, 30(3), pp. 407-423.

- Jordan, J.; Lowe, J. e Taylor, P. (1998), «Strategy and Financial Policy in UK Small Firms«, Journal of Business Finance ε Accounting, 25 (1/2), pp. 1.27.

- Jorion, Philippe (2003), ``Financial Rish Manager – handbook´´, Second Ed. Wiley & Sons, England.

- Kalay, A. E Michaely, R. (2000), «Dividends and Taxes: A Re-Examination», Financial Management, 29 (2), pp. 55-75.

- Leland, H. E. e Toft, K. B. (1996), «Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads», The Journal of Finance, 51 (3), pp. 987-1019.

- Medeiros, Eduardo Raposo de - ``A economia para as outras Ciências Sociais``, ISCSP, 2004.

- Medeiros, Eduardo Raposo de - ``Blocos Regionais de Integração Económica no Mundo´´, ISCSP, 1998.

- Miller, M. H. (1977), «Debt and Taxes», The Journal of Finance, 32 (2), pp. 261-275.

- Miller, M. H. e Modigliani, F. (1961), «Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares», The Journal of Business, 34 (4), pp. 411-433.

- Miller, M. H. e Sholes, M. S. (1978), «Dividends and Taxes», Journal of Financial Economics 6 (4), pp. 333-364.

- Myers, S. C. (1984), «The Capital Structure Puzzle«, The Journal of Finance, 39 (3), pp. 575-592.

- Noronha, G. M., Shome, D. K. e Morgan, G. E. (1996), «The Monitoring Rationale for Dividends and the Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions«, Journal of Banking and Finance, 20 (3), pp. 439-454.

- Pacheco, L. P. K. (1999), «O estado da Arte em Politica de Dividendos», Bolsa de Derivados do Porto, Série Moderna Finança, nº 9.

- Saias, Luís; Carvalho, Rui de; Amaral, Maria do Céu - ´´Instrumentos Fundamentais de Gestão Financeira´´, Universidade Católica Editora, 2002.

- Smith, C. Jr. E Warner, J. (1979), «On Financial Contracting: Na Analysis of Bond Covenants», Journal of Financial Economics, 7 (2), pp. 117-161.

- Sousa, António Rebelo de - `` Gestão Financeira ´´; ISCSP, 2010

- Sousa, António Rebelo de - `` Da Relevância da componente psicológica na evolução futura da economia portuguesa´´, Ver. De Economia, Univ. Lusíada, 2008

- Sousa, António Rebelo de - `` Da Teoria da Relatividade Económica aplicada á Economia Internacional e às Politicas de Cooperação´´, Editora Universidade Lusíada, 2004.

- Sousa, António Rebelo de - `` Economia e Interdependência ´´, Publ. Dom Quixote, 1997.

- Sousa, António Rebelo de - `` Mercado de Capitais: Evolução Recente Perspectivas Futuras´´, Revista de Economia, Universidade Lusíada, 1998.

- Sousa, António Rebelo de - ´´ De um Novo Conceito de Desenvolvimento, no Quadro da Economia Internacional´´, ISCSP,2008.

- Sousa, E. J. C. (1995), «A Estrutura do Capital nas Empresas da Indústria Cerâmica de Revestimentos e Pavimentos», Dissertação de Mestrado em Economia Europeia, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

- Thies, C. F. e Klock, M. S. (1992), «Determinants of Capital Structure«, Review of Financial Economics, 1 (2), pp. 40-52.

- Titman, S. e Wessels, R. (1988), «The Determinants of Capital Structure Choice», The Journal of Finance, 43 (1), pp. 1-19.

- Zeng, T. (2003), «What Determines Dividend Policy: A Comprehensive Test», Journal of American Academy of Business, 2(2), pp. 304-309.

8 Apêndices.

Demonstração de Resultados de empresas Portuguesas cotadas em bolsa

Portucel SA | **Income Statement** | **Thomson Reuters Eikon**	Income Statement	Annual Standardised in Millions of Euros						
	2008	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**	**2001**	**2000**
Volume Negócios	1158,2	1151,7	1080,7	1029,1	1027,8	1001,8	1086,2	1051,3	545,5
Amortização e Deprec	77,0	70,5	77,2	129,2	128,0	144,2	144,3	143,4	-
Depreciação	76,6	70,0	77,1	129,1	127,2	144,2	144,3	143,4	-
EBITDA	274,3	330,8	277,2	261,3	221,8	258,1	335,9	316	146,5
EBIT	181,1	260,3	200,1	132,1	93,8	111,0	191,7	172,6	146,5
Resultado liquido	131,1	154,0	124,7	63,5	51,3	66,8	89,5	71,7	77,2
Free Cash Flow	-97,2	250,2	318,9	183,9	70,3	124,1	254,3	133,4	16,8
ROE	10,80%	13,40%	11,60%	6,10%	5,00%	5,00%	8,00%	-	13,09%
Nº Trabalhadores	2164	1952	1951	1986	2141	2229	-	-	-
Activo Tangivel	1220,0	1059,2	1087,1	1126,9	1215,0	1272,9	1318,3	1379,8	-
Activo Intangivel	381,3	377,3	378,9	376,7	376,7	398,4	429,8	504,8	-
Total Activo Liq.	2451,4	2458,7	2292,7	2226,9	2296,8	2721,5	2729,8	-	-
Dividend Payout	61,48%	52,29%	-	-	-	-	-	-	17,12%

EDP SA | **Income Statement** | **Thomson Reuters Eikon**	Income Statement	Annual Standardised in Millions of Euros						
	2008	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**	**2001**	**2000**
Volume Negócios	13894	11011	10186	9375	7080	6983	6305	5615	3800
Amortização e Deprec	1306,0	1131,0	1013,0	306,0	787,0	938,0	805,0	665,0	614,0
Depreciação	1157,0	1046,0	1019,0	306,0	787,0	846,0	740,0	665,0	614,0
EBITDA	3123	2577	2242	1963	1036	1744	1388	1375	1322
EBIT	1816,0	1455,0	1190,0	1057,0	249,0	813,0	583,0	674,0	683,0
Resultado liquido	1092,0	907,0	941,0	1071,0	43,0	381,0	335,0	451,0	549,0
Free Cash Flow	-2635,9	-526,5	422,4	141,6	460,7	838,8	-33,7	512,0	576,3
ROE	18,65%	15,62%	18,14%	24,03%	7,26%	7,58%	6,42%	7,83%	9,49%
Nº Trabalhadores	13049	13943	13363	14829	17354	18346	18455	14722	12675
Activo Tangivel	18959,5	18669,5	15082,0	12952,3	11706,1	13046,4	13041,0	9643,8	9539,4
Activo Intangivel	2395,0	2173,5	3722,0	830,7	933,7	950,2	1843,1	1136,2	806,9
Total Activo Liq.	24036,0	25469,0	25469,0	24033,0	20901,0	18651,0	18125,2	16233,1	14886,9
Dividend Payout	46,88%	50,38%	42,75%	34,10%	76,80%	70,80%	80,50%	75,20%	76,30%

Jeronimo Martins SGPS SA | Cash Flow | **Thomson Reuters Eikon** **09-**	Income Statement	Annual Standardised in Millions of Euros							
	2008	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**	**2001**	**2000**
Volume Negócios	6894	5350	4407	3828	3495	3417	3861	4200	3915
Amortização e Deprec	-	-	107,0	99,7	-	97,1	149,7	174,9	-
EBITDA	472,9	351,4	318,8	308,0	304,8	289,6	264,0	260,0	235,0
EBIT	315,3	224,7	215,8	216,5	207,7	165,2	114,6	85,0	81,0
Resultado liquido	176,0	150,9	150,9	146,0	131,0	82,0	-184,0	-73,0	-59,0
Free Cash Flow	80,3	-32,5	58,1	120,6	119,7	196,3	172,7	129,7	-213,9
ROE	26,61%	24,56%	25,48%	28,99%	44,23%	94,78%	-171,50%	36,35%	20,72%
Nº Trabalhadores	53375,0	41300,0	34875,0	30753,0	28914,0	27868,0	30722,0	38189,0	40507,0
Activo Tangivel	1875	1671	1317	1102	1035	1035	1029	1109,1	1339
Activo Intangivel	93	80	61	40	31	17	37	377,3	480,8
Total Activo Liq.	3.726,6	3.127,1	2.458,7	2372,7	2.117,7	2233,6	2235,3	2724,0	-
Dividend Payout	42,35%	45,96%	47,61%	47,82%	48,91%	-	-	-	-

Portugal Telecom SGPS SA | Income Statement | **Thomson Reuters Eikon** **09-Jul-2013**	Income Statement	Annual Standardised in Millions of Euros							
	2008	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**	**2001**	**2000**
Volume Negócios	6.720,9	6.148,4	5.765,3	6.385,4	5.967,4	5.767,1	5.586,6	5.763,4	5.184,4
Amortização e Deprec	1268,3	1123,1	1130,7	1120,7	934,9	958,2	972,5	1110,8	1021,5
EBITDA	2405,5	2306,6	2532,9	2.477,9	2.316,1	2.236,3	2.202,0	2.124,0	1.958,3
EBIT	1137,2	1188,5	1106,2	1357,3	1344,5	1278,1	1229,5	1013,2	936,8
Resultado liquido	576,1	741,9	866,8	654,0	623,2	240,2	391,1	307,4	540,3
Free Cash Flow	772,0	1054,0	1038,5	624,3	1320,7	1718,3	1363,1	233,4	2,1
ROE	73,38%	38,76%	38,82%	35,98%	25,81%	7,84%	10,06%	6,81%	15,18%
Nº Trabalhadores	10440	10338	32058	32330	-	-	23109	20887	18539
Activo Tangivel	-	-	-	4.062,0	4.062,9	4.267,9	-	-	5.446,0
Activo Intangivel	-	-	-	3.602,0	3.245,0	-	-	-	3.878,0
Total Activo Liq.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividend Payout	86,61%	-	-	-	-	114,86%	51,32%	40,80%	0,00%

Semapa | Cash Flow | Thomson Reuters Eikon 09-Jul-2013 17:32	Income Statement	Annual Standardised in Millions of Euros						
	2008	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**	**2001**	**2000**
Volume Negócios	1524,1	1490,5	1672,8	1987,7	947,1	423	495,6	505,5	468,3
Amortização e Deprec	122,6	116,6	138,0	155,7	77,7	70,8	63,1	59,9	59,0
EBITDA	341,2	420,6	426,7	697,3	354,7	111,6	164,6	159,2	161,5
EBIT	218,6	304,1	289,2	541,6	277,0	40,8	101,5	100,3	103,9
Resultado liquido	106,3	121,9	91,4	334,0	189,4	40,1	30,8	44,1	30,8
Free Cash Flow	-58,8	272,9	352,2	-2,5	-61,6	250,4	157,2	83,3	74,7
ROE	13,57%	16,45%	12,71%	60,72%	60,73%	17,34%	14,16%	21,80%	16,08%
Nº Trabalhadores	5033,0	4364,0	4202,0	4303,0	4173,0	4277,0	2035,0	2150,0	2129,0
Activo Tangivel	1898,4	1744,4	1975,6	2083,2	2417,8	330,5	333,8	343,4	363,1
Activo Intangivel	179,0	157,3	177,3	232,1	176,8	93,1	93,0	93,9	91,4
Total Activo Liq.	3.280,5	3.257,1	3.535,9	3575,0	3.837,1	1225,5	1068,5	1003,0	952,9
Dividend Payiut	27,72%	24,17%	-	14,87%	6,50%	29,53%	37,51%	26,20%	60,59%

Teixeira Duarte | Cash Flow | Thomson Reuters Eikon	Income Statement	Annual Standardised in Millions of Euros						
	2008	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**	**2001**	**2000**
Volume Negócios	1377,2	1066,7	756	629	705	735	722	688	664
Amortização e Deprec	54,9	43,1	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	186,0	113,0	118	91,0	69,0	111,0	97,0	88,0	57,0
EBIT	131,1	69,9	87,0	60,0	49,0	-	-	-	-
Resultado liquido	-347,2	122,3	114,0	108,0	30,0	11,0	21,0	21,0	28,0
Free Cash Flow	95,6	-96,1	-	-	-	-	-	-	-
ROE	-142,88%	18,37%	18,40%	21,30%	12,31%	4,71%	8,50%	7,61%	10,05%
Nº Trabalhadores	13157	10717	7774	6362	6080	6327	6447	6587	7353
Activo Tangivel	925	781	724	664	401	360	287	222	110
Activo Intangivel	-	-	-	-	440	470	494	520	10
Total Activo Liq.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividend Payout	-142,88%	18,37%	18,40%	21,30%	12,31%	4,71%	8,50%	7,61%	10,05%

Cimpor | Cash Flow | Thomson Reuters Eikon	**09-Jul-2013 17:32**		Income Statement	Annual Standardised in Millions of Euros				
	2008	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**	**2001**	**2000**
Volume Negócios	2154,5	2013,6	1677,5	1559,2	1389,2	1360,9	1317,2	1385,7	1316,0
Amortização e Deprec	184,6	165,1	148,6	137,6	115,4	205,1	209,7	219,1	200,5
EBITDA	577,8	604,3	556,7	493,0	438,8	494,5	505,7	488,9	565,6
EBIT	393,2	439,3	408,1	355,4	323,4	289,0	283,8	269,8	303,0
Resultado liquido	219,4	304,1	291,9	266,2	256,1	185,9	283,8	269,8	303,0
Free Cash Flow	117,4	275,9	310,2	292,0	224,7	317,6	282,0	203,3	194,9
ROE	14,9%	16,6%	18,9%	19,7%	19,4%	19,5%	17,3%	12,4%	14,0%
Nº Trabalhadores	8369	7608	5924	5827	5706	5821	6022	5974	-
Activo Tangivel	423,1	496,2	166,1	149,0	170,6	148,3	401,2	202,8	230,6
Activo Intangivel	167,2	335,5	14,5	11,2	56,3	5,7	303,4	8,4	364
Total Activo Liq.	4.615,3	4.833,9	3.857,8	3805,4	3.174,5	3089,2	3337,9	2929,1	-
Dividend Payout	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Cofina | Cash Flow | Thomson Reuters Eikon	**09-Jul-2013 17:32**			Income Statement	Annual Standardised in Millions of Euros				
	2008	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**	**2001**	**2000**
Volume Negócios	144,0	134,6	131,3	129,8	134,7	223,3	220,8	216,5	163,9
Amortização e Deprec	3,6	3,6	3,1	2,9	3,0	16,0	16,5	16,6	9,9
EBITDA	20,3	20,5	17,8	16,2	11,6	33,7	37,3	36,8	36,8
EBIT	16,8	16,9	14,7	13,3	8,6	17,7	20,8	20,2	26,9
Resultado liquido	-73,3	10,1	9,7	10,6	18,8	9,8	8,5	7,4	6,2
Free Cash Flow	117,4	275,9	310,2	292,0	224,7	317,6	282,0	203,3	194,9
ROE	-	-	-	-	-	12,7%	12,7%	12,43%	11,38%
Nº Trabalhadores	-	935	948	874	1589	1591	1478	-	-
Activo Tangivel	22,1	11,0	9,9	2,3	70,9	79,4	94,1	57,0	-
Activo Intangivel	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Activo Liq.	317,9	373,1	216,5	230,3	362,5	371,9	214,2	219,9	-
Dividend Payout	0,00%	-	-	-	-	20,87%	20,48%	20,27%	20,23%

Galp | Cash Flow | Thomson Reuters Eikon	Income Statement	Annual Standardised in Millions of Euros						
	2008	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**	**2001**	**2000**
Volume Negócios	15062,0	12557,0	12090,0	11134,0	9259,0	7414,0	6991,0	6880,0	6780,0
Amortização e Deprec	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	975,0	891,0	977,0	906,6	831,7	642,2	532,9	508,5	593,9
EBIT	693,0	620,0	686,0	580,0	438,8	334,5	209,4	146,2	218,9
Resultado liquido	478,0	418,0	468,0	441,9	333,1	247,4	114,5	96,9	45,2
Free Cash Flow	-157,7	426,2	438,6	322,0	478,3	-	-	-	-
ROE	5,7%	34,29%	34,0%	21,7%	18,8%	15,9%	8,0%	7,1%	3,4%
Nº Trabalhadores	7817	5798	5877	5909	5806	5390	5031	4880	5170,0
Activo Tangivel	2760,1	2107,7	1927,2	2554,8	3292,0	3282,0	3201,0	3103,0	-
Activo Intangivel	580,9	326,7	324,8	387,8	494	507	475	458	-
Total Activo Liq.	6.623,0	5.674,4	5.241,8	5934,3	6.163,0	6069,0	5926,0	5760,0	-
Dividend Payout	226,86%	34,17%	33,40%	-	-	-	-	-	-

Mota Engil | Cash Flow | Thomson Reuters Eikon **09-Jul-2013 17:32**	Income Statement	Annual Standardised in Millions of Euros						
	2008	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**	**2001**	**2000**
Volume Negócios	1984,5	1534,7	1397,4	1435,3	1217,0	1045,0	892,8	882,7	499,4
Amortização e Deprec	103,6	91,0	52,0	55,2	54,5	61,7	49,5	54,0	23,5
EBITDA	290,3	228,4	136,2	147,9	126,2	116,9	95,9	107,2	44,5
EBIT	186,7	137,4	84,2	92,7	71,7	55,2	46,4	49,5	21,0
Resultado liquido	30,6	97,5	32,2	30,4	22,3	15,4	19,4	19,7	6,5
Free Cash Flow	113,8	180,9	76,3	13,2	109,3	76,6	-2,7	-23,0	-14,5
ROE	11,50%	30,74%	12,40%	12,05%	10,80%	7,15%	8,54%	7,58%	2,44%
Nº Trabalhadores	17766	15003	14357	15938	13334	12146	8651	13048	-
Activo Tangivel	476,3	408,7	367,3	387,9	325,8	299,4	310,4	317,3	-
Activo Intangivel	46,1	47,0	3,5	5,1	4,5	2,9	3,3	4,2	7,4
Total Activo Liq.	3.709,7	3.386,3	1.734,9	1645,3	1.297,2	1242,8	1140,5	1207,0	-

Ren | Cash Flow | Thomson Reuters Eikon 09-Jul-2013 17:32	Income Statement	Annual Standardised in Millions of Euros						
	2008	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**	**2001**	**2000**
Volume Negócios	494,4	554,7	387,7	364,5	282,3	-	-	-	-
Amortização e Deprec	129,7	123,9	96,3	70,9	67,7	-	-	-	-
EBITDA	344,9	360,3	695	232,5	134,5	-	-	-	-
EBIT	227,8	252,7	608,9	161,6	66,8	-	-	-	-
Resultado liquido	127,4	145,1	495,2	104,0	31,8	-	-	-	-
Free Cash Flow	356,3	123,4	8,2	-169,9	-111,6	-	-	-	-
ROE	13,80%	15,80%	-	-	-	-	-	-	-
Nº Trabalhadores	807	813	794	584	576	-	-	-	-
Activo Tangivel	2847,2	2654,8	2770,0	1608,2	-	-	-	-	-
Activo Intangivel	3,8	3,8	95,9	96	-	-	-	-	-
Total Activo Liq.	3.179,7	3.085,7	3.969,2	2977,7	-	-	-	-	-
Dividend Payout	69,16%	59,97%	-	-	-	-	-	-	-

Inapa | Cash Flow | Thomson Reuters Eikon	Income Statement	Annual Standardised in Millions of Euros						
	2008	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**	**2001**	**2000**
Volume Negócios	1078,1	1090,8	1109,9	1119,4	1091,4	1064,4	1087,7	1172,3	1155,8
Amortização e Deprec	6,7	6,4	6,8	7,3	7,5	14,1	15,7	17,0	-
EBITDA	44,2	39,7	20	31,3	38,7	23,9	27,0	27,2	37,0
EBIT	37,5	33,3	13,2	24,0	31,2	9,8	11,3	10,3	27,1
Resultado liquido	1,0	-10,4	-53,4	1,6	5,4	1,0	0,8	-7,8	0,0
Free Cash Flow	25,4	13,3	-21,1	-2,5	38,7	-167,6	-44,2	46,4	40,9
ROE	0,67%	-7,06%	-141,82%	1,72%	3,76%	0,93%	0,68%	-5,17%	-
Nº Trabalhadores	1489	1440	1562	-	-	-	-	-	-
Activo Tangivel	104,29	109,99	115,12	-	-	-	-	-	-
Activo Intangivel	137,94	116,79	107,19	-	-	-	-	-	-
Total Activo Liq.	762,81	855,65	786,26	-	-	-	-	-	-
Dividend Payout	0,670%	-7,060%	-141,820%	1,720%	3,760%	0,930%	0,680%	-5,170%	-

Sonae SGPS | Cash Flow | Thomson Reuters Eikon 09-Jul-2013 17:32	Income Statement	Annual Standardised in Millions of Euros						
	2008	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**	**2001**	**2000**
Volume Negócios	5693,1	5217,2	4457,7	7174,4	4515,6	6282,3	6307,2	6420,6	5774,0
Amortização e Deprec	273,8	235,0	217,4	309,4	199,4	382,0	376,5	332,0	314,1
EBITDA	480,8	720,0	580,6	927,4	660,1	585,2	595,4	558,6	517,7
EBIT	206,9	485,2	351,8	618,1	460,7	203,2	218,9	226,5	203,6
Resultado liquido	80,0	284,2	241,8	512,8	283,5	114,5	-56,0	55,0	255,7
Free Cash Flow	-177,5	-224,1	22,6	-69,5	272,7	299,5	81,3	-776,4	-
ROE	6,9%	23,1%	17,4%	45,7%	30,4%	20,4%	-7,6%	4,0%	17,0%
Nº Trabalhadores									
Activo Tangivel									
Activo Intangivel									
Total Activo Liq.									
Dividend Payout	74,97%	19,71%	23,15%	9,10%	20,83%	26,21%	0,00%	0,00%	17,64%

M. Capital | Cash Flow | Thomson Reuters Eikon 09-Jul-2013 17:32	Income Statement	Annual Standardised in Millions of Euros						
	2008	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**	**2001**	**2000**
Volume Negócios	287,4	222,4	213,3	221,2	212,2	199,6	217,2	195,4	-
Amortização e Deprec	14,2	11,7	10,3	11,7	13,3	30,8	33,3	32,5	-
EBITDA	52,7	46,1	44,4	40,5	41,5	40,4	35,9	24,1	-
EBIT	38,5	34,4	32,9	28,7	28,2	5,2	2,6	-8,4	-
Resultado liquido	19,8	30,2	15,4	13,0	9,5	-43,5	-6,0	-26,3	-
Free Cash Flow	13,2	31,4	44,4	27,2	22,8	2,8	16,7	-	-
ROE	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nº Trabalhadores	5621	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo Tangivel	39,1	33,2	37,5	34,7	37,0	-	-	-	-
Activo Intangivel	11,0	9,6	11,4	12,9	22,04	-	-	-	-
Total Activo Liq.	448,1	412,9	348,6	350,4	342,5	-	-	-	-
Dividend Payout	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Novabase | Cash Flow | Thomson Reuters **Eikon**	Income Statement	Annual Standardised in Millions of Euros						
	2008	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**	**2001**	**2000**
Volume Negócios	292,0	313,2	261,6	226,8	171,6	128,7	115,1	96,7	53,2
Amortização e Deprec	5,8	6,1	5,6	6,0	5,2	5,8	4,8	3,5	4,2
EBITDA	22,4	23,0	14,2	12,1	17,1	9,3	18,8	16,3	10,5
EBIT	16,6	16,9	8,6	6,1	11,9	2,6	14,1	12,8	6,3
Resultado liquido	1,6	7,0	5,2	5,1	4,3	-0,1	9,5	8,9	6,4
Free Cash Flow	113,8	180,9	76,3	13,2	109,3	76,6	-2,7	-23,0	-14,5
ROE	1,93%	6,94%	5,46%	6,47%	5,99%	0,85%	13,62%	14,02%	11,61%
Nº Trabalhadores	1703	1650	1477	1326	-	-	-	-	-
Activo Tangivel	8,1	8,5	6,1	6,8	-	-	-	-	-
Activo Intangivel	29,48	34,74	36,96	38,63	-	-	-	-	-
Total Activo Liq.	203,21	257,6	231,96	201,32	-	-	-	-	-
Dividend Payout	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

S Costa | Cash Flow | Thomson Reuters **Eikon**	Income Statement	Annual Standardised in Millions of Euros						
	2008	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**	**2001**	**2000**
Volume Negócios	847,1	562,2	574,4	562,7	587,7	559,7	719,5	522,4	447,3
Amortização e Deprec	32,6	12,1	20,7	9,6	10,1	14,6	17,1	13,8	12,6
EBITDA	84,3	37,4	38,3	14,7	24,7	35,5	35,1	25,0	24,1
EBIT	51,7	25,3	27,6	4,9	14,6	17,5	18,0	11,2	11,6
Resultado liquido	8,2	12,0	5,8	0,4	-3,3	-2,6	-1,1	-0,8	1,3
Free Cash Flow	2,7	-39,7	27,3	49,3	1,9	22,3	-5,2	25,8	-3,0
ROE	6,33%	8,89%	4,73%	-	-5,17%	-1,58%	-0,63%	-0,54%	0,87%
Nº Trabalhadores	5542	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo Tangivel	533,6	273,3	-	-	-	-	-	-	-
Activo Intangivel	88,08	5,97	-	-	-	-	-	-	-
Total Activo Liq.	1380,4	812,8	-	-	-	-	-	-	-
Dividend Payout	98,98%	0,00%	0,00%	-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%