Universidades Lusíada

Padilha, Fernando José Janes, 1971-

A estrutura do capital : abordagem financeira associada a variáveis quantitativas

http://hdl.handle.net/11067/6209
https://doi.org/10.34628/s3r3-sf14

Metadados

Data de Publicação 2021

Resumo A estrutura do capital é um tema bastante investigado e debatido na literatura financeira, sendo por isso, objeto de grande aferição, embora não se tenha ainda atingido um consenso a respeito da sua estrutura ótima. O presente artigo procura analisar as principais teorias sobre a estrutura do capital numa abordagem efetuada às decisões financeiras do universo empresarial, tendo-se pesquisado um conjunto de trabalhos, artigos e estudos publicados por diversos autores sobre a matéria. Até final ...

The structure of capital is a topic that has been extensively investigated and debated in the financial literature, which is why it has been the subject of great measurement, although a consensus has not yet been reached regarding its optimal structure. This article seeks to analyze the main theories on the structure of capital in an approach made to the financial decisions of the business universe, having researched a set of works, articles and studies published by several authors on the subje...

Palavras Chave Capital - Filosofia

Tipo article

Revisão de Pares Não

Coleções [ULL-FCEE] LEE, n. 31 (2021)

Esta página foi gerada automaticamente em 2024-10-12T09:38:09Z com informação proveniente do Repositório

http://repositorio.ulusiada.pt

A ESTRUTURA DO CAPITAL:
abordagem Financeira associada a variáveis quantitativas

THE CAPITAL STRUCTURE:
FINANCIAL APPROACH LINKED TO QUANTITATIVE VARIABLES

Fernando José Janes Padilha
Universidade Lusíada de Lisboa
Orcid: 0000-0002-5686-7290
fernandojan123@gmail.com

DOI: https://doi.org/10.34628/s3r3-sf14
Data de submissão / Submission date: 03.12.2021
Data de aprovação / Acceptance date: 17.03.2022

Resumo: A estrutura do capital é um tema bastante investigado e debatido na literatura financeira, sendo por isso, objeto de grande aferição, embora não se tenha ainda atingido um consenso a respeito da sua estrutura ótima.

O presente artigo procura analisar as principais teorias sobre a estrutura do capital numa abordagem efetuada às decisões financeiras do universo empresarial, tendo-se pesquisado um conjunto de trabalhos, artigos e estudos publicados por diversos autores sobre a matéria.

Até final da década de 70, as discussões sobre a estrutura do capital, assentavam basicamente em duas teorias: a Teoria Tradicional e a Teoria de Modigliani e Miller. A Teoria Tradicional denominada visão clássica foi considerada pela crítica não ser suficientemente bem fundamentada nos seus pressupostos, e sem grande rigor quando questionada.

No entanto, foi com Modigliani e Miller (1958 e 1964) que nasceu a génese de toda a controvérsia em torno da estrutura do capital. De facto, as suas conclusões, nomeadamente sobre a hipótese de irrelevância para o valor de mercado das empresas, constituíram um novo paradigma na teoria das finanças empresariais e ao sofrer forte contestação, permitiu o surgimento da Teoria de Trade-off, a Teoria da Assimetrias de Informação e a Teoria do Market Timing.

Apesar do surgimento destas cinco teorias consideradas como fundamentais sobre a estrutura do capital e se verificar algum avanço no conhecimento sobre o tema, no entanto, ainda não existe um ponto de saber pleno, nem nenhuma teoria predominante, tendo por base o tipo de atividade e diversidade das empresas, características próprias, o grau tecnológico (processos digitais), especificidade social e económica de cada país, entre outros aspetos.

Palavra-chave: Estrutura do capital, Modigliani e Miller, Trade-off, Assimetrias da informação e Market Timing.

Abstract: The structure of capital is a topic that has been extensively investigated and debated in the financial literature, which is why it has been the subject of great measurement, although a consensus has not yet been reached regarding its optimal structure.

This article seeks to analyze the main theories on the structure of capital in an approach made to the financial decisions of the business universe, having researched a set of works, articles and studies published by several authors on the subject.

Until the end of the 70s, discussions about the structure of capital were basically based on two theories: the Traditional Theory and the Theory of Modigliani and Miller. The Traditional Theory, being the classic view, was considered by the critic to not be sufficiently well grounded in its assumptions, without great rigor when questioned.

However, it was with Modigliani and Miller (1958 and 1964) that the genesis of the whole controversy surrounding the structure of capital was born. In fact, its conclusions, namely on the hypothesis of irrelevance to the market value of companies, constituted a new paradigm in the theory of corporate finance and, due to strong opposition, allowed the emergence of the Trade-off Theory, the Theory of Asymmetries of Information and the Market Timing Theory.

Despite the emergence of these five theories considered to be fundamental about the capital structure and there is some progress in knowledge on the subject, however, there is still no full point of knowledge, nor any predominant theory, based on the type of activity and diversity of companies, own characteristics, technological degree (digital processes), social and economic specificity of each country, among other aspects.

Keyword: Capital structure, Modigliani and Miller, Trade-off, Information asymmetries and Market Timing.

1 – Introdução

As questões subjacentes aos motivos que são tidos em linha de conta para se optar por uma determinada estrutura do capital, em detrimento de outras, é motivo de discussão e debate que perdura, existem décadas, possuindo uma componente mais estruturada, desde os tempos de David Durand (1952), com uma visão clássica, defendendo uma estrutura ótima do capital.

Apesar da intensa investigação que tem sido produzida após os trabalhos de Modigliani e Miller (1958, 1963) e Miller e Modigliani (1961), as decisões relativas à estrutura do capital e à política de dividendos das empresas continuam um tema em aberto e a figurar na lista dos assuntos que carecem de investigação prioritária (Brealey e Myers, 1998, pp. 989-997)[1].

As razões que permitem às empresas optarem por determinada fonte de recursos e, consequentemente, por determinada estrutura do capital não se apresentam de uma forma consensual e, por isso, são associadas a diferentes metodologias nas múltiplas pesquisas existentes.

O artigo permite proceder a uma revisão da literatura sobre as teorias com maior pertinência, evidenciada pelos diversos estudos e trabalhos realizados por diferentes autores que apresentam importantes contributos referentes à temática da estrutura do capital nas unidades empresariais.

O tema começou a ter maior relevância desde a Teoria tradicional e evoluindo para teorias com uma componente teórica mais robusta e suportadas através de proposições. Os autores Modiglianni e Miller (1954) deram essa dimensão e permitiram o surgimento de outras com maior suporte teórico e empírico.

Das várias teorias existentes sobre a estrutura do capital, foram debatidas: a Teoria Tradicional, a Teoria de Modiglianni e Miller, a Teoria de Trade-off, a Teoria de Assimetria de Informação e a Teoria de Market Timing.

1 A estrutura do capital é entendida, como acontece na grande maioria dos trabalhos que se têm voltado para o estudo deste assunto, como sendo a proporção entre os capitais alheios de médio e longo prazos e os capitais próprios que figuram no balanço da empresa, admitindo-se que estes capitais são representados por obrigações e ações, respectivamente. O mesmo é dizer que é entendida como o «mix of debt and equity» (Riahi-Belkaoui, 1999, p. XIII).

2 – Estrutura do Capital

A estrutura do capital refere-se à forma como uma empresa financia os seus ativos, seja através de uma combinação de capitais próprios, de capitais alheios e de instrumentos híbridos. São por isso, considerados os capitais financeiros, constituídos por três fontes:

- Os investidores em património líquido, que compram ações da empresa;
- Os investidores em títulos de dívida a longo prazo;
- Os fornecedores de mercadorias a crédito ou empréstimos a curto prazo (Spiro, 1991).

Ao longo do tempo, diversos autores têm procurado determinar o modelo ótimo de Estrutura do Capital.

2.1. – A Teoria Tradicional

As teorias financeiras de estrutura do capital constituem um assunto bastante complexo devido ao grande número de estudos teóricos e empíricos apresentados ao longo dos tempos. Antes da década de 50 as teorias sobre a estrutura do capital resumiam -se à Teoria Tradicional com três abordagens; Lucro Líquido, Lucro Operacional Líquido e Método Tradicional.

A teoria tradicional citada por David Duran (1952), procura estabelecer a relação entre o grau de endividamento da empresa e o seu valor, isto é, procura demonstrar a relação entre as variações no custo do capital na empresa, causadas pelas alterações na sua estrutura financeira. Esta teoria tem duas abordagens diferentes relativamente ao tratamento do grau de endividamento:

- A abordagem pelo Lucro Líquido: com a crescente utilização de recursos de terceiros a empresa pode diminuir o seu custo de capital e consequentemente aumentar o seu valor total. Esta abordagem apresenta uma relação positiva entre o grau de endividamento e o valor da empresa e parte do pressuposto de que o grau de endividamento não aumenta o risco financeiro da empresa (Gimenes, 1999). Segundo a teoria do lucro líquido, para maximizar o valor de uma empresa, a mesma deverá ser financiada com 100% de capitais alheios (Silva, 1991).
- A abordagem pelo Lucro Operacional Líquido: esta abordagem refere que o valor da empresa é independente da sua estrutura do capital, o valor é capitalizado como um todo e não é influenciado pela composição que possa ser feita entre capitais próprios e de terceiros, ou seja, a estrutura do capital deixa de ter relevância.

Posteriormente, surgiu uma abordagem que representava um meio-termo entre as duas abordagens anteriores, denominada Método Tradicional, este método define uma melhor estrutura dada de capital, interpretando o valor de mercado alterado em função de um maior grau de alavancagem (endividamento) financeira. Segundo este método, o valor da empresa não é independente da composição de capitais próprios e de terceiros, ou seja, este método afirma que a estrutura de capital é relevante para a determinação do valor global da empresa (Gimenes, 1999).

Na literatura financeira, existem muitos debates que procuram definir se existe uma estrutura ótima de capital. Os que acreditam numa estrutura ótima de capital são partidários da chamada abordagem tradicional, e os que discordam, são considerados defensores da teoria de Modigliani e Miller, que abordaremos no ponto seguinte .

Genericamente, os gestores ao tomarem as decisões de financiamento preocupam-se em reunir as fontes que permitem atingir uma estrutura de capital ótima. No entanto, os diversos estudos teóricos e empíricos realizados sobre a estrutura do capital têm revelado que a existência de uma estrutura ótima e os fatores que a afetam não é pacifica (Esperança & Matias, 2005).

Os autores Brealey e Myers (1998) indicam dois argumentos favoráveis à corrente tradicionalista:

- O primeiro assenta no princípio que os investidores classificam de forma diferente o risco financeiro gerado pelo endividamento. Neste seguimento, os investidores das empresas com um endividamento considerado "moderado", podem aceitar uma taxa de rendibilidade mais baixa do que aquela que deveria ser exigida a uma empresa com o nível de endividamento mais elevado.
- O segundo argumento está relacionado com o facto de os tradicionalistas admitirem a existência de um mercado de capitais imperfeito. Nestas condições, as ações das empresas em processo de alavancagem financeira são negociadas a um preço com prémio. Este segundo ponto enumerado por Brealey e Myers (1998) é um dos pilares de sustentação da teoria tradicional relativamente às teorias opostas (Gama, 2000; Rogão, 2006).

Deste modo, a teoria tradicional admite de forma racional que os mercados de capitais possuem falhas, devido a diversos fatores, a considerar os de maior importância:

- Assimetria de informação[2];

2 De acordo com Harris e Raviv (1991), a assimetria de informa ção ocorre quando os gestores

- Custos de agência[3];
- Efeito de sinalização[4].

No entanto, esta visão clássica na opinião de alguns críticos, tais como Lumby (1991), é considerada pouco rigorosa em termos empíricos, uma vez que pode ser percebida intuitivamente. Os autores argumentam e aceitam que pode existir um ponto ótimo, dependendo do nível de endividamento das empresas; no entanto, fica por explicar e provar as consequências positivas e/ou negativas, quer na maximização da riqueza dos acionistas, quer no custo médio dos seus capitais.

O facto de ser excessivamente intuitiva e pouco demonstrativa permitiu o surgimento da chamada "Moderna Teoria Financeira". Esta, deriva das proposições sobre a estrutura do capital, subjacente ao modelo geral de avaliação dos ativos.

Este modelo foi aplicado ao problema da estrutura do capital em várias situações distintas, designadamente, em contexto de mercados perfeitos (numa primeira fase, sem risco e sem impostos sobre o rendimento) e, posteriormente considerando já os impostos sobre o rendimento e o risco.

2.2. – Modigliani e Miller

Os autores Modigliani e Miller (1958) publicaram um artigo que rompeu com o pensamento tradicional. O modelo então apresentado parte de um conjunto de premissas que sustentam a inexistência de uma estrutura do capital ótima, defendida até então pela visão tradicional, premissas essas geradas a partir de condições puramente teóricas, associadas a um mercado de capitais perfeito.

das empresas (insiders) possuem informações relativas às características das empresas que os investidores (outsiders) não possuem. Ou seja, os gestores têm melhores conhecimentos das empresas que dirigem que os investidores atuais e potenciais destas. Entre esses conhecimentos estão os retornos previstos, os riscos envolvidos, as oportunidades de investimento e as decisões operacionais.

3 Segundo, Jensen e Meckling (1976), os custos de agência são aqueles resultantes do conflito de interesses entre os vários grupos presentes na empresa (gestores, acionistas, credores, outros).

4 Ross (1977) foi um dos impulsionadores desta teoria, alegando que os gestores possuem informações sobre a empresa, que os investidores não têm, e que estes interpretam as decisões financeiras, de modo a identificar a informação oculta que está a ser dada pelo gestor, sobre os fluxos de rendimentos futuros. Aqui iremos referir apenas dois tipos de sinalização, pelo nível de endividamento e pela política de dividendos:

- No contexto da sinalização pelo nível de endividamento, as informações seriam transmitidas através da emissão de dívida, sendo esta entendida pelo mercado como um sinal, assegurando que é esperado um futuro otimista para a empresa. O carácter da informação seria assegurado pelo profissionalismo e responsabilidade dos gestores sobre as decisões da empresa, além de que, estes teriam incentivos para sinalizarem essas informações ao mercado corretamente, sendo igualmente penalizados, caso se comprovasse que essas informações eram enganosas.

O modelo de Modigliani e Miller parte dos seguintes pressupostos:

- Mercado de capitais perfeito, isto é, mercados em que nenhum dos intervenientes tem peso suficiente para influenciar a cotação dos títulos, em que não existem custos de transação ou quaisquer 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 dos títulos e onde existem custos de falência das empresas;
- As empresas e os indivíduos acedem ao mercado do crédito com a mesma facilidade e à mesma taxa;
- Inexistência de impostos e de custos de insolvência financeira;
- As expectativas dos investidores são homogéneas relativamente ao resultado esperado antes de juros e impostos (EBIT)[5] de uma determinada empresa;
- Os ativos das empresas são perfeitamente divisíveis e são financiados por duas categorias de títulos: ações e obrigações também perfeitamente divisíveis;
- Todas as empresas podem ser agrupadas em classes de "rendimento equivalente[6]", sendo o rendimento esperado dos títulos de uma empresa pertencente a determinada classe, proporcional ao dos títulos de uma empresa pertencente à mesma classe[7], demonstrando que, o custo médio ponderado do capital e o valor da empresa são independentes da sua estrutura de financiamento e, também 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.

5 Earnings Before Interests and Taxes.

6 «Rendimento equivalente» significa, na realidade, rendimento de igual ou similar risco económico. Esta é a condição necessári a para que, num mercado de capitais perfeito e numa situação de equilíbrio, o preço por unidade monetária de rendimento esperado seja igual para todos os títulos das empresas que pertencem a uma mesma classe. Condição que desempenha um papel central nas proposições de Modigliani e Miller pois, como sublinha (Suarez, p.576), a constância do custo médio ponderado do capital ou taxa de desconto que o mercado aplica a uma renda de rendimentos homogéneos, ou seja, de igual risco económico.

7 Este pressuposto tem por base o mecanismo de ajustamento de arbitragem, segundo o qual a rendibilidade esperada das ações de qualquer empresa é proporcional à rendibilidade esperada das ações de qualquer outra empresa, pertencente à mesma classe de risco.

2.2.1. – Proposição I de Midigliani e Miller

Sendo S, D e V o valor de mercado do capital próprio (ações), da dívida (obrigações) e da empresa, respetivamente, X – o resultado médio esperado antes de juros e impostos.

pk – o custo médio ponderado do capital ou a taxa de desconto que os investidores aplicam a um fluxo de rendimento de risco semelhante ao dos títulos da empresa, pertencente a uma determinada classe k, tem-se:

VJ = SJ + DJ = (XJ / pk) =» pk = (Xj / VJ) (1.1)

para uma qualquer empresa *j,* da mesma «classe de rendimento».

Em equilíbrio, a proposição (1.1) mostra-nos que o valor da empresa e o custo médio ponderado do capital são independentes da sua estrutura do capital[8], que tenderá a verificar-se, necessariamente, para uma qualquer empresa *j*, da mesma classe de risco.

Esta famosa proposição de Modiglianni e Miller, bem como os seus corolários, ao defender que a política de endividamento é irrelevante, fundamenta-se no «princípio da aditividade do valor» ou, mais precisamente, no seu recíproco, «lei de conservação do valor», segundo a qual o valor de um ativo se mantém independentemente dos direitos sobre o mesmo (Brealey e Myers, 1998).

2.2.2. – Proposição II de Midigliani e Miller

De acordo com a proposição II de Midiglianni e Miller, a taxa de retorno das ações de uma empresa financiada por capitais próprios e alheios, ou custos dos capitais próprios (Is), é igual ao custo dos capitais próprios de uma empresa da sua classe de rendimento financiada exclusivamente por capitais próprios, acrescida de um prémio por se tratar de um maior risco financeiro, como se evidencia no seguimento.

Sendo Id o custo de mercado do endividamento, tem-se, por definição,

Is = (X – IdD) / S (1.2)

Atendendo à proposição I, X = pk V = pK (S + D), a expressão (1.2) pode reescrever- se da seguinte forma:

8 «…The market value of any firm is independent of its capital structure and is given by capitalizing its expected return at the rate pk appropriate to its classe» (Modigliani e Miller, 1958, p. 268).

$$Is = pK (S + D) - IdD / S = pK + (pK - id)*(D/S) \quad (1.3)$$

No caso de uma empresa financiada exclusivamente por capitais próprios tem -se

$$Is = pk.$$

Desta forma, da expressão (1.3) resulta que a taxa de retorno esperada das ações de uma empresa financiada por capitais próprios e alheios é igual a essa mesma taxa para ações de uma empresa financiada exclusivamente por capitais próprios, pertencente à mesma «classe de rendimento», acrescida de (pK – Id) (D / S).

Esta parcela traduz o prémio do risco financeiro que os acionistas das empresas que possuem financiamento alheio têm que suportar. O prémio como se constata, depende da diferença entre pK e Id e do peso relativo do endividamento na estrutura do capital.

Resulta, então, que o acréscimo da taxa de rendibilidade esperada das ações, motivado pelo acréscimo do endividamento, não beneficia os acionistas, dado que apenas os compensa pelo maior risco financeiro.

Assim, segundo Modiglianni e Miller, nenhuma empresa poderá beneficiar ou prejudicar os seus acionistas em virtude das opções tomadas, no que se refere à estrutura do capital.

2.2.3 – Proposição III de Modiglianni e Miller

"The cut-off point for investment in the firm in all cases be pk and will be completely unaffected by the type of security use to finance investment."

pk = Taxa de retorno esperada para qualquer ação na classe k.

Com base nas proposições anteriores, Modigliani e Miller (1958) desenvolveram uma regra para a otimização da política de investimentos tendo em conta os seguintes pressupostos:

"Se uma empresa na classe "0" atua no melhor interesse dos acionistas aquando da tomada de decisão, deve explorar uma oportunidade de investimento se e só se a taxa de retorno do investimento, K*, for superior ou igual a Ko (taxa de capitalização que o mercado aplica a fluxos gerados pelas empresas não endividadas da classe "o"). O ponto de admissão por um investimento na em-

presa é em todos os casos Ko e não pode ser de todo afetado pelo tipo de títulos utilizados para financiar o investimento" (Modigliani e Miller, 1958 p. 288).

"A proposição III refere que um investimento não é afetado pelo tipo de título usado para financiar essa oportunidade. O determinante do valor de uma empresa é o resultado da sua política de resultados e não da sua política de financiamento, ou seja, uma empresa deve investir em projetos que ofereçam um retorno igual ou superior ao seu custo " (Saito, terra, Silva, e Silveira, 2008). Neste sentido há uma completa separação entre as decisões de financiamento e investimento.

Segundo Suárez (1996), a correção dos autores aproximou a sua abordagem à tradicional, pois apesar de existirem grandes diferenças ao nível dos pressupostos, ambas as abordagens defendem a relevância da estrutura do capital.

Enquanto na sua correção de 1963, os autores defendem que a influência que o capital alheio exerce na estrutura do capital se deve à possibilidade de os juros serem dedutíveis fiscalmente, por sua vez, na abordagem tradicional, essa influência deve -se ao efeito que o aumento do nível de capital alheio exerce sobre as taxas de rentabilidade exigidas.

Este estudo marca o início da moderna teoria financeira, especialmente porque o abandono das principais hipóteses em que o modelo de Modigliani e Miller (1958) se baseou inicialmente, inspirou a comunidade científica a introduzir novos pressupostos mais realistas no estudo da estrutura do capital nomeadamente, o efeito fiscal, os custos de falência, os custos de agência e a informação assimétrica, dando origem a diferentes teorias financeiras.

Implicações dos trabalhos de Modigliani e Miller

Após a publicação do estudo de Modigliani e Miller (1958), alguns trabalhos dedicaram- se a refletir sobre as proposições, surgindo um conjunto de artigos que se opuseram com uma visão tradicionalista.

O autor Durand David (1959) não tenta contrariar as Proposições de Modigliani e Miller, mas analisa os pressupostos que segundo o autor são subtis e restritivos, e indica algumas dificuldades de usar esses pressupostos para suportar na definição operacional de custo de capital e numa teoria de financiamento funcional.

Este defende que existem quatro erros relativamente à Proposição I. O primeiro é assumir que a arbitragem é possível entre "securities" numa classe de retorno equivalente, outro é assumir que uma firma não pode ser colocada em categorias standard, mas sim num tipo híbrido. O terceiro é excluir o risco e finalmente assumir equilíbrio na venda a longo prazo, termo em que ações se vendem a "book value".

Em suma, para Durand David (1959) estes assumem a existência de um mercado perfeito, mas os avanços foram poucos significativos para o mundo real.

Os autores DeAngelo e Masulis (1980) consideram o modelo de Miller muito irrealista e extremamente sensível a alterações na legislação fiscal. Introduzindo as vantagens fiscais não resultantes do endividamento, de que são exemplos as deduções de depreciações ou os créditos fiscais de investimento, concluem que, em equilíbrio "cada empresa tem uma única decisão de alavancagem interna ótima" (p. 27), depois de tomados em conta todos os ajustamentos do lado da oferta.

"Os trabalhos de Modigliani e Miller (1958; 1963), embora forneçam uma inestimável contribuição para o desenrolar da teoria da estrutura do 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).

Os autores Modigliani e Miller (1958) ao demonstrarem em que condição a estrutura do capital é irrelevante, contribuíram para o surgimento de uma forte contestação por parte de diversos autores. Essas linhas de investigação, fundamentando-se nas imperfeições do mercado, têm procurado evidenciar vários custos e benefícios de estratégias de financiamento alternativas que 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 de uma forma geral, condicionantes das escolhas financeiras são de destacar: os efeitos fiscais, os custos de insolvência financeira, os custos de agência e as assimetrias de informação.

Em suma, a maior contribuição de Modigliani e Miller foi a demonstração de que a forma de financiamento não importa em mercados perfeitos, no entanto, constituí 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. Mas este modelo não foi o suficiente para acabar com o ceticismo e questões dos pesquisadores sobre estrutura do capital.

À medida que os pressupostos foram sendo alterados (mercados perfeitos, inexistência de fricções de mercado, expectativas homogéneas e inexistência de oportunidades de arbitragem), surgiram novas teorias que pretendem explicar como as empresas escolhem a sua estrutura do capital e motivadas a preencher as lacunas da teoria de Modigliani e Miller.

Os autores que criticam os seus pressupostos, consideram as condições demasiado simples, excessivamente rígidas e distantes da realidade, o que promove o aparecimento de outras teorias que flexibilizam algumas das hipóteses, melhorando o modelo e adequando melhor o universo financeiro das empresas aos tempos modernos.

Desta forma, surge a Teoria do Trade-off – Jensen e Meckling (1976); Maçãs e Serrasqueiro (2007), a Teoria da Pecking Order – Myers e Majluf (1984); Shyam--Sunder e Myers (1999); Serrasqueiro e Nunes (2010) e a Teoria do Market Timing – Baker e Wurgler (2002); Hovakimian (2004); Elliot et al. (2007).

2.3. – A Teoria do Trade-Off

"Os precursores da Teoria do Trade-off defendem a existência de uma estrutura do capital ótima, que maximiza o valor da empresa, que resulta de um Trade-off entre benefícios fiscais e os custos de insolvência financeira, associados ao endividamento " (Myers e Robicheck, 1965).

No final da década de 50 e 60, foi amplamente discutida a questão da existência de uma estrutura ótima do capital. O debate foi, em grande parte, iniciado por Modigliani e Miller, (1958) através das suas proposições desenvolvidas no âmbito dos mercados de capitais perfeitos; no entanto, em condições de mercados de capitais imperfeitos também é assumido que existe uma estrutura ótima (objetivo) de capital.

O princípio defendido por Modigliani e Miller (1963) de que a poupança fiscal aumenta o valor da empresa, e de que por isso, seria benéfico, o uso de capital alheio numa economia com imposto, tornou-se fulcral no desenvolvimento da Teoria do Trade-off. Além disso, esta teoria prevê que a partir de certo nível de endividamento a empresa se deve preocupar com a possibilidade de falência.

A teoria deve o seu nome, precisamente ao facto de existir em benefícios e custos associados ao uso da dívida. Através deste Trade-off define o nível ótimo de endividamento (target) que maximiza o valor da empresa por via da minimização dos custos associados ao capital.

Esta baseia-se numa análise custo / benefício da dívida, segundo a qual, a escolha entre dívida e capital próprio altera o valor da empresa, pelo que é possível determinar uma combinação ótima que maximize o valor da empresa.

Os modelos caraterizam-se pelo equilíbrio entre os benefícios fiscais e os custos associados aos conflitos de mercado, nomeadamente impostos – Miller (1977) e DeAngelo e Masulis (1980), custos de falência – Baxter (1967), Altman, (1984) e custos de agência – Jensen e Meckling (1976), Jensen (1986) e Stulz (1990).

"A Teoria do Trade-off pretende assim relacionar as vantagens fiscais do endividamento e os custos de agência e de falência. Para tal, pressupõe que as empresas utilizam financiamentos até ao limite em que o valor marginal dos benefícios fiscais sobre o endividamento adicional compensar pelo aumento do valor presente dos custos de dificuldades financeiras" (Myers, 2001).

São vários os autores, entre os quais, Myers e Robicheck (1965), Myers (1984), Frank e Goyal (2007), Maçãs e Serrasqueiro (2007), Serrasqueiro e Nunes (2010) e Hovakimian e Li (2011), que consideram que a escolha entre capitais

próprios e capitais alheios é feita tendo em conta o Trade-off entre os benefícios e os custos associados no financiamento da dívida e, desta forma, torna-se possível determinar a estrutura ótima do capital que maximiza o valor da empresa.

Consequentemente, são apresentados dois modelos em que evidenciam que a estrutura do capital surge de uma análise custo / benefício do endividamento, colocando ênfase no papel dos impostos – Miller (1977) e DeAngelo e Masulis (1980), custos de falência – Baxter (1967); Warner (1977) e Altman (1984) e custos de transação – Frank e Goyal, (2009), (Ozkan, 2001) e, (Loof, 2004) – (Static and Dynamic Trade-off) – e custos de agência – Jensen e Meckling (1976); Jensen (1986) e Stulz (1990), na determinação da estrutura do capital.

2.3.1. – Static trade-off theory

Segundo Gomes (2012) foi Evan Dudley (2007), no seu artigo "Testing Models of Dynamic Trade Off Theory", quem identificou existir duas abordagens na Teoria do Trade Off; a "Static Trade Off Theory" e a "Dynamic Trade Off Theory".

A Static Trade-off Theory assume que não existem custos de transação na emissão e compra de "*securities*" e não incorpora os conflitos de agência nem a assimetria de informação.

"De acordo com esta teoria é possível alcançar um nível de endividamento ótimo através do Trade-off existente entre os custos e benefícios do mesmo, mantendo constante a política de investimentos. Isto é, o nível de endividamento ótimo é aquele em que o valor atual do benefício fiscal marginal do endividamento iguala o valor atual marginal dos custos de insolvência financeira" (Myers,1984).

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 a um 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 ótimo teórico, e é alcançado quando o valor atual da poupança fiscal, decorrente da dedutibilidade dos encargos da dívida marginal, iguala o valor atual dos custos de insolvência financeira que a mesma acarreta, como é sugerido em trabalhos como os de Myers e Robidechek (1965), Frank & Goyal (2007) e, Huang e Ritter (2009).

Em virtude destes trabalhos, começam por assumir particular relevância na literatura os argumentos de que a consideração dos custos de insolvência, e sua probabilidade de ocorrer, podem fornecer alguma explicação para a disparidade das estruturas de financiamento observadas entre as empresas. Estes argumentos constituem as bases dos modelos habitualmente designados por Static Trade off Models.

A abordagem Static Trade-off também intitulada por Teoria dos Custos de Falência procura encontrar um equilíbrio entre os benefícios fiscais dos capitais alheios e os seus custos de falência. Em consequência, os benefícios fiscais provocam um maior nível de capital alheio, mas em contrapartida, os custos de falência forçam a um menor nível d e capital alheio.

A Teoria Static Trade-off consiste num modelo no qual existe um nível de endividamento ótimo para cada empresa, e este nível é resultado da troca dos benefícios e custos da dívida. Caso a empresa se afaste deste nível de equilíbrio ótimo, os gestores, por conseguinte, podem contrair dívida ou emitir ações para retornar ao ponto ótimo.

"Esta é considerada uma teoria resultante da junção de duas forças contrárias: de um lado têm-se os benefícios fiscais que incentivam o uso do capital de terceiros; por outro lado, têm-se os custos de falência resultantes do aumento da probabilidade da empresa se tornar incumpridora dos problemas resultantes do alto endividamento" (Miller, 1977).

"Assim, a empresa deve mensurar os impactos dos benefícios fiscais advindos do uso de dívidas juntamente com os custos de falência de maneira que atinja um ponto em que o seu endividamento maximize o valor da empresa. Isso por que , após um determinado nível de endividamento, o benefício fiscal decorrente da dívida é anulado pelo aumento do risco de falência da empresa" (Miller, 1977).

Desta forma, a Static Trade-Off Theory desenvolve-se, apoiada por duas bases. Por um lado, reconhece o endividamento como fator gerador de vantagens para a empresa, resultantes da poupança fiscal que confere, caso a empresa detenha capacidade de gerar resultados que permitam usufruir destes benefícios fiscais.

Por outro lado, identifica que apesar das vantagens proporcionadas pelo endividamento, através da poupança fiscal, a partir de determinado nível o endividamento acresce o risco de insolvência financeira da empresa e, consequentemente, os custos de insolvência, influenciando negativamente o seu valor.

Representação da Teoria Static Trade-off

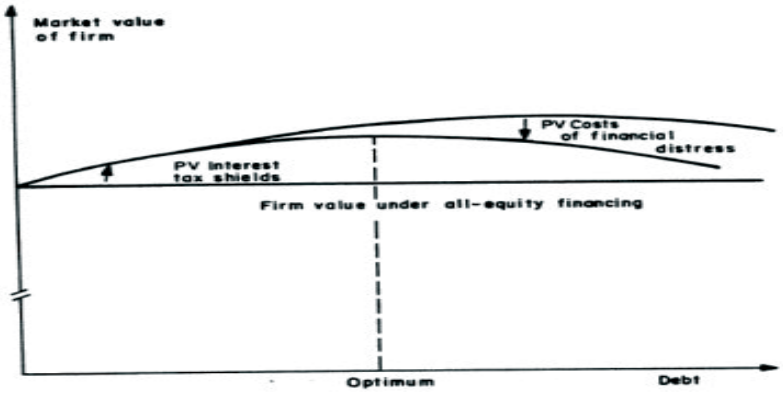

Ilustração 1 – Static Trade-off. (Myers ,1984 p. 577)

Os impostos e os custos de falência são importantes na escolha da estrutura do capital, que maximiza o valor da empresa. Enquanto os custos de falência conduzem a um menor nível de endividamento, os benefícios fiscais induzirem a um maior endividamento.

Os modelos originais do Static Trade-off procuram encontrar o equilíbrio entre os benefícios da dívida e os custos de insolvência. Isso proporciona que as empresas tenham um rácio de alavancagem alvo que maximize o seu valor.

Implicações do modelo

A relevância prática dos custos de falência para a determinação da estrutura do capital das empresas foi, desde então, alvo de grande controvérsia, sobretudo porque alguns pressupostos assumidos nas diferentes teorias encontraram pouca consistência com a investigação empírica. Haugen e Senbet (1978), Castanias (1983) e Bradley et al. (1984) foram alguns autores que analisaram esta teoria.

Embora encontrem alguma evidência empírica, também constatam que a relevância dos custos de falência para a escolha da estrutura do capital depende essencialmente da sua magnitude ou significância económica, a qual não é fácil de estimar, pelo que, existem ainda diversos autores que expressam o seu ceticismo a respeito dos custos de falência serem determinantes da estrutura do capital das empresas.

O autor Myers (1984) argumenta que no caso dos custos baixos e as empresas próximas dos seus níveis ótimos de endividamento ser difícil de percecionar a diversidade de estrutura do capital observada entre empresas que parecem idênticas num determinado contexto da Teoria do Trade-off.

No entanto, se os custos de ajustamento e expetativas são elevados, então as empresas distanciam-se dos seus níveis ótimos. Logo, a interpretação dos custos de ajustamento devem ser uma prioridade, devido não só à sua importância e expectativa como também à questão da reação dos administradores. E, deste modo, surge o início da abordagem dos Modelos de Trade-off Dynamic.

2.3.2. – Dynamic Trade-off

Esta abordagem assenta na importância do papel do tempo, das expetativas e dos custos de ajustamento suportados com a obtenção de financiamento. Neste modelo a decisão de financiamento depende da margem de financiamento que a empresa prevê vir a precisar para o próximo período. Dessa forma, algumas empresas podem antever distribuir fundos e outras angariá-los.

Um importante seguidor das teorias modernas do Dynamic Trade-off é Stiglitz (1973), que examina os efeitos da tributação na perspetiva das finanças públicas. Este reconhece a existência de custos suportados nas operações de obtenção do financiamento de tal forma significante, que conseguem influenciar a estrutura do capital das empresas.

Esses custos são designados como custos de transação e dizem respeito a todas despesas inerentes a operações de aquisição de financiamento. A existência de custos de transação contribui para o facto da estrutura do capital das empresas ser diferente do valor desejado.

As empresas só podem ajustar a sua estrutura do capital para o seu valor ótimo quando os benefícios desse ajustamento são superiores aos seus custos. Esta interpretação surge como ferramenta importante na previsão teórica nos estudos de Ozkan (2001) e Loof (2004).

Com base nas afirmações de Frank e Goyal (2009), descreve-se a Dynamic Trade off Theory da seguinte forma:

- "A escolha ótima de financiamento hoje depende do que é esperado que seja ótimo no próximo período de tempo.
- No próximo período pode ser ótimo angariar ou distribuir fundos.
- A angariação de fundos pode ser feita através de dívida ou de capitais próprios.
- Em qualquer caso, o que é esperado que seja o ótimo para o próximo período é o que serve de comparação para a empresa no corrente período" (Frank e Goyal *apud* Gomes, 2012 p. 141).

Estudos mais recentes que utilizam modelos de ajuste parcial ao nível alvo Strebulaev (2007); Hovakimian e Li (2011) apontam que os custos de ajustamento (custos de emissão e recompra de capital próprio e alheio) podem contribuir

para que as empresas não modifiquem continuamente suas estruturas do capital, como resultado, as empresas apenas o fazem ocasionalmente, quando os beneficiários superam os custos de ajustamento.

Para além de fatores como benefícios fiscais, risco de falência e de transações, abordados anteriormente, os potenciais conflitos de agência também representam um papel importante na Teoria do Trade-off e na determinação da estrutura do capital ótimo.

2.3.3. – A estrutura do capital na perspetiva da teoria de agência

Numa economia de mercado, as organizações e as sociedades de capitais são unidades cada vez mais complexas, no seio das quais coexistem múltiplos interesses, muitas das vezes conflituosos. Estes conflitos, ao gerar atrito, perturbam o funcionamento da empresa e, consequentemente, com repercussões no seu valor.

Deste modo, a partir dos finais da década de setenta, começam por assumir relevância na literatura os argumentos de que as decisões relativas à estrutura do capital podem atenuar alguns daqueles conflitos e os seus custos, no que respeita à separação entre propriedade e a administração das sociedades.

Numa definição mais ampla de custos de falência encontram-se incluídos os custos de agência. Derivados do relacionamento entre acionistas, obrigacionistas e gestores, têm merecido a atenção de muitos investigadores em finanças, os quais têm tentado aplicar os pressupostos da Teoria de Agência na determinação da estrutura do capital.

Um dos trabalhos pioneiros nesta área de estudo foram os de Jensen e Meckling (1976), que identificaram dois tipos de conflitos: conflitos entre acionistas e administradores e conflito entre credores e acionistas.

Como referem os autores, a Teoria da Agência assenta no conflito de interesses das relações entre acionistas (principal) e gestores (agente), ou entre gestores/acionistas (principal) e credores (agente).

O objetivo do principal é maximizar o valor presente líquido da empresa, já o objetivo do agente é maximizar a sua função utilidade. De acordo com esta teoria, o valor da empresa é determinado pela estrutura do capital em função da existência de custos de agência, na qual o ponto ótimo de endividamento pode ser determinado quando os custos de agência são minimizados.

A separação da propriedade e controlo da empresa foi uma importante evolução na organização económica, tendo esta inovação originado o conflito de interesses entre a obrigação laboral dos gestores e o seu próprio interesse.

A investigação relacionada com os conflitos de interesses entre acionistas, gestores e credores foi iniciada pela publicação de Jensen e Meckling, em (1976), tendo-se, posteriormente, destacado os trabalhos de Jensen (1986) e Harris e Raviv (1990).

No artigo intitulado de "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Jensen e Meckling (1976) definem relação de agência como um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (o principal) recorre a outras pessoas (o agente) para prestar um serviço em seu nome e de acordo o seu interesse, que envolve a delegação de autoridade para a tomada de decisão do agente.

Segundo Quintart e Zisswiller (1994 p. 305) a "Teoria da Agência baseia-se nas funções de utilidade e nos conflitos potenciais existentes entre o mandante (principal) e o mandatário (agente).

2.3.3.1 – Conflito de interesses entre acionistas e gestores

A partir do momento que se procede à abertura de capital a investidores externos, teremos um novo quadro. É nesta altura que o administrador (proprietário), vendo os seus lucros limitados, procura outras formas de aumentar a sua riqueza pessoal e também o seu bem-estar, quer através de aumento salarial ou outro tipo de regalias.

Assim, à medida que a participação do administrador (proprietário) diminui, maior tendência existe naquele tipo de comportamento, intensificando os conflitos de interesses entre as partes e os custos que daí resultam.

Uma forma de evitar estes custos é recorrer ao capital alheio, visto que esta hipótese permite primeiramente reduzir os fluxos de caixas excedentes, não permitindo que estes recursos sejam direcionados a gastos que não aumentam a utilidade da empresa.

Por outro lado, permite expandir a empresa, aumentando assim o seu valor e possibilitando que os interesses, outrora conflituosos, dos acionistas (principais) e administradores (agentes), se possam reconciliar.

Os autores Jensen e Meckling (1976) consideram que a relação entre acionistas e gestores se enquadra na definição pura de relação de agência. Estes afirmam que os conflitos entre os acionistas e gestores são originados porque os gestores suportam os custos e recebem apenas parte dos ganhos.

Enquanto numa empresa detida a 100% pelo gestor ele toma decisões que maximizam a sua utilidade, no momento em que o acionista-gestor vende parte do seu capital da firma, são gerados custos de agência originados através de divergências de interesse entre ele e os futuros acionistas.

Com a diminuição do seu rendimento, o acionista-gestor sente-se encorajado a apropriar-se de cada vez mais recursos da empresa. Isto pode fazer com que os restantes acionistas usem mais recursos da empresa no monitoramento dos gestores. Isto acontece porque os gestores conduzem todos os encargos dos custos e suas responsabilidades, mas capturam ou auferem somente uma parte dos ganhos.

O autor Jensen (1986) argumenta que os conflitos de interesses entre acionistas e administradores se coloca, com especial importância, quando a empresa gera um cash- flow "excedentário" (free cash-flow).

Esta situação provoca a tentação dos administradores de transferir estes recursos para o seu próprio património privado. Como demonstra Stulz (1990), o recurso ao endividamento, enquanto veículo para reduzir a quantidade de recursos que se encontram ao alcance dos administradores.

A investigação que tem sido proporcionada é consensual no que se refere às potencialidades do endividamento, enquanto forma de atenuar os conflitos de interesses entre os intervenientes citados no trabalho, apesar de apresentar alguma especificidade na fundamentação que recorre.

2.3.3.2 – Conflito de interesses entre acionistas e credores

Sendo o endividamento uma forma para aumentar a eficiência dos administradores e combater os custos de agência do capital próprio, no entanto, esta via pode conduzir a vários problemas para a empresa.

Resulta, então, uma relação conflituosa entre os acionistas e os credores. Isto porque, os acionistas podem decidir investir em projetos de elevado risco e também pode ocorrer a tomada de decisões que conduzam a um mal desempenho operacional por parte da empresa, tendo como objetivo a transferência de riqueza para si, sendo este facto mais notável em empresas com elevados níveis de endividamento.

Os acionistas tendem a substituir investimentos de baixo risco por investimentos de maior risco e, consequentemente, com maiores taxas de retorno esperadas. Este comportamento de aceitação de projetos de elevado risco por parte dos acionistas é possível uma vez que a abertura do capital implica a repartição do risco, uma vez que os acionistas possuem responsabilidade limitada ao capital subscrito e realizado.

Numa relação conflituosa, entre os acionistas e os credores, os gestores exercem também alguma influência. Há autores que defendem que os gestores atuam a favor dos acionistas, tendo em consideração que estes visam e direcionam os seus esforços para aumentar o valor da empresa, como forma de aumentar também as suas compensações.

Perante este comportamento dos gestores, os credores recorrem a medidas para defender os seus interesses, tal como o impedimento de novos empréstimos, aumento de taxas de empréstimos futuros, cláusulas que lhes permitam acompanhar e controlar o risco da empresa, entre outras.

Como referido por Myers (1977), os problemas de substituição de ativos, do subinvestimento e "miopia do investimento" resumem-se à rejeição/aceitação de projetos devido à distribuição das suas rendibilidades e à estrutura do

capital da empresa, com o objetivo de transferir riqueza dos credores para os acionistas.

Mais recentemente, Brealey e Myers (2008) identificam 5 situações em que existem conflitos de interesse entre acionistas e obrigacionistas: i) transferência de risco; ii) recusa de contribuir com capitais próprios; iii) diminuição da propriedade; iv) ganhar tempo e v) prejudicar os antigos obrigacionistas. Através destas estratégias, que os autores definem por jogos, os acionistas transferem riqueza para si à custa dos credores.

A primeira situação assenta no facto dos acionistas serem incentivados a escolher projetos de investimento que oferecem os maiores retornos, mesmo que o risco seja elevado e que tenham valor líquido negativo. De acordo com Jensen e Meckling (1976), se o projeto tiver sucesso, os acionistas recebem a maior parte dos ganhos, mas se for ao contrário, os credores suportam a maior parte dos custos.

A segunda situação, os acionistas ao preverem uma possível falência diminuem os seus investimentos na empresa. Esta situação acontece porque eles acreditam que novos investimentos beneficiam essencialmente os credores, na medida em que valorizam bens que seriam usados para satisfazer as dívidas em caso de falência.

A terceira situação consiste em diminuir a participação dos acionistas na empresa na iminência de uma falência, por exemplo através do pagamento de um dividendo extraordinário, fazendo com que sobrem menos ativos para os credores. O valor de mercado das ações da empresa desce menos do que o montante dos dividendos pagos, porque o declínio do valor da empresa é partilhado com os credores.

A outra situação baseia-se na ideia de adiar a falência da empresa em dificuldades. Por exemplo através da manipulação contabilística, encorajando falsas esperanças de recuperação ou efetuando cortes nas despesas de manutenção, pesquisa e desenvolvimento com o objetivo de melhorar a perceção sobre a situação da empresa.

Deste modo, os acionistas podem mudar repentinamente a política de endividamento da empresa. Ao mudarem de uma política conservadora de emissão de dívida de baixo risco, para uma mais agressiva, repentinamente, transformam o risco de toda a dívida, impondo prejuízos aos antigos obrigacionistas. O que provoca perdas para os antigos obrigacionistas e ganhos aos acionistas.

Em consequência, as Teorias do Trade-off defendem que as empresas estabelecem um mix de financiamento onde vão substituindo dívida por capital próprio e vice -versa até maximizarem o valor da empresa (Myers, 1984).

De forma conclusiva, pelo que foi exposto, a Teoria do Trade-off deriva de análises que incluem os impostos sobre os rendimentos, os custos de falência, os custos de transações e também os custos de agência na política de financiamento das empresas, que tentam aproximar-se de um rácio de endividamento objetivo.

2.4. – Assimetrias de informação e a estrutura do capital

As teorias baseadas na assimetria de informação surgem face à incapacidade dos modelos baseados nas relações de agência em explicar o motivo porque determinadas empresas rentáveis têm níveis de endividamento baixos, não aproveitando assim, os benefícios da dívida. Segundo essa abordagem os vários intervenientes da empresa não dispõem da mesma informação.

O conceito de informação assimétrica foi introduzido na literatura económica com a publicação do artigo "The Market for Lemons; Quality Uncertainty and the Market Mechanism" (Akerlof A. George, 1970).

De acordo com Harris e Raviv (1991), em "The Theory of Capital Structure" a informação assimétrica ocorre quando os gestores, ou "Insiders", possuem informações que os investidores, ou "outsiders", não dispõem. Os gestores detêm informações operacionais e sobre características das empresas que os investidores não possuem, tais como retornos previstos, os riscos envolvidos, as oportunidades de investimento e as decisões operacionais.

Esta linha de abordagem assume que os administradores possuem mais informação do que a generalidade dos investidores, no que se refere à situação presente e futura da empresa, utilizando como justificativo o facto das decisões relativas à estrutura do capital constituirem um importante instrumento de sinalização dos conteúdos de informação e refletir em o resultado das condicionantes impostas pela existência de assimetrias de informação.

A fundamentação desta linha de abordagem articula-se com dois eixos fundamentais:

- Interação entre as decisões de investimento e a escolha das fontes de financiamento;
- Transmissão de informação ao mercado, consoante a natureza das fontes de financiamento a que se recorre.

A assimetria informacional gera assim duas grandes correntes, a Teoria da Sinalização e a denominada Pecking Order Theory.

2.4.1. – A Teoria da Sinalização

A Teoria da Sinalização defende que as alterações na estrutura do capital sinalizam um determinado tipo de informação para o mercado. Esta foi primeiramente abordada com a apresentação do artigo "Job Market Signaling", por parte de Spence (1973), onde define que sinais são as características de um indivíduo que podem ser manipuladas. Spence usa a educação como exemplo no seu modelo.

A Teoria da Sinalização parte da noção básica que os gestores conhecem a distribuição dos resultados futuros da empresa, enquanto os investidores não conhecem esses mesmos resultados. Segundo Gomes (2012), os investidores interpretam os níveis de endividamento mais elevados como sinais positivos da qualidade do negócio da empresa.

Os gestores da empresa, ao emitir divida, sinalizam a sua confiança nos resultados dos investimentos, tentando assim concentrar os ganhos nos atuais acionistas. Com esta ação eles vão ser beneficiados com uma melhor avaliação da empresa.

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 comunicar aos investidores os suplementos de informação que possuem e, assim, provocar alterações nas suas expectativas quanto à rendibilidade e ao risco da empresa.

Para que os projetos possam ser avaliados como de boa qualidade, necessitam de alguma transferência de informação. Sem essa transferência de informação os mercados não funcionam corretamente. Mas a informação sobre a qualidade de um projeto pode ser transferida através de ações dos gestores.

Uma dessas ações é demonstrada quando os gestores, que detêm informação privilegiada sobre o projeto, investem eles mesmo nesse projeto. A predisposição dos gestores em investir serve como sinal para o mercado financeiro da qualidade de um projeto.

Os investidores, tal como os gestores, são conhecedores dos problemas relacionados com a assimetria de informação; deste modo, os investidores acreditam que os gestores emitem ações quando estas estão sobrevalorizadas e adiam ou cancelam as emissões de ações quando as expectativas futuras são favoráveis.

Esta reação do mercado face à emissão de novas ações por parte da empresa pode ser evitada, se a unidade recorrer ao financiamento de projetos, através de outras alternativas que existem no sector financeiro.

O estudo inicial de que a assimetria de informação tem efeitos sobre a estrutura do capital foi desenvolvido por Ross (1977), numa abordagem que ficou conhecida pela Teoria do Incentivo/Sinalização. Na sua análise, o autor admite que os gestores possuem informação privilegiada acerca do risco, rendibilidade e oportunidade de investimento das empresas.

Considerando o investimento como fixo, um gestor de uma empresa pode atuar de determinada forma, particularmente anunciar distribuições de dividendos e alterar a estrutura do capital, com o objetivo de transmitir para o mercado alguma informação privada, designadamente, sinais sobre melhores perspetivas para o futuro da em presa.

Neste sentido, e como estes sinais influenciam a avaliação que o mercado faz da empresa, os gestores com mais informação privilegiada tendem a transmitir algo que seja interpretado como noticias positivas, sobretudo relacionadas

com a capacidade financeira da empresa, não só para fazer face a determinados compromissos de divida, como aos custos de transação a elas associado.

O autor Ross (1977) considera assim, que os gestores, atuando no interesse dos acionistas, têm um papel importante nas decisões de financiamento, o que permite validar a sinalização financeira. Dado que possuem informação privilegiada, beneficiam no caso de as ações serem sobreavaliadas pelo mercado, mas são penalizados no caso das empresas se tornarem insolventes.

Verdadeiramente, o autor pressupõe que os gestores sejam compensados por um esquema de incentivos, conhecido pelos investidores, que condicionam a sua ação, e de partilha das consequências das suas decisões. O facto de serem agentes racionais, a sua aversão ao risco pode afetar a avaliação que fazem deste esquema de incentivos e, consequentemente, os diferentes casos de estrutura do capital.

A escolha de uma determinada estrutura do capital procura maximizar esta sua compensação, sabendo que, com isso, transmitem determinados sinais para o mercado financeiro.

Mais tarde, também Barnea, Haugen e Senbet (1981) e Myers (1984) analisam os efeitos sobre a estrutura de financiamento das empresas, da assimetria de informação associada aos problemas de agência.

Estes últimos, aceitam o princípio de que o nível de endividamento é determinado por forma a reduzir as ineficiências de investimento causadas pela assimetria de informação, ou seja, a estrutura do capital resulta como solução para os problemas de sobre e sub - investimento.

Os investidores perante uma empresa que esteja com um problema de sub - investimento, agindo no interesse dos acionistas, só emitem e vendem ações aos novos investidores quando percecionam que estas se encontram sobreavaliadas pelo mercado.

Se têm informação privilegiada de que existem problemas no bom desempenho da empresa, vão procurar vender ações como meio de transferir riqueza dos novos investidores não informados, para os acionistas existentes. No entanto, o mercado apercebendo-se destas intenções dos gestores, estabelece um novo preço, de acordo com o sinal transmitido.

Segundo Gama "os sinais mais utilizados no domínio financeiro são: a sinalização pelo nível de endividamento e pela política de dividendos" (Novo, 2009 p. 36).

O autor Novo (2009 p. 36) defende que os gestores possuem informações sobre as empresas e, através de programas de incentivos, sinalizam as informações de estrutura financeira da empresa para o Mercado.

Esta perspetiva contribui para o desenvolvimento da Teoria de Sinalização, que segundo Novo (2009) foi impulsionada por Ross, Leland e Pyle (1977). Na perspetiva destes, a teoria defende que o valor dos títulos emitidos pelas empresas vai depender da forma como o mercado interpretar as suas decisões financeiras. Os investidores interpretam estas decisões como sinais que fornecem

indícios sobre futuros fluxos de rendimento da empresa, ou seja, indícios sobre o que vai acontecer à empresa no futuro.

Dessa forma, é expetável uma relação positiva entre o nível de capital alheio e o valor de mercado da empresa. Segundo a Teoria, essa relação é mais visível nas empresas de maior dimensão, pois devido à sua maior facilidade de acesso ao financiamento externo, conseguem financiar-se a custos relativamente inferiores.

O autor Novo (2009) conclui, então, que a dimensão é um estímulo ao endividamento e que empresas com maiores dificuldades financeiras podem ter um nível mais baixo de capital alheio, ou porque o seu acesso é restrito ou porque os custos serão muito elevados.

2.4.2. – A Teoria de Pecking Order

Uma das argumentações de maior evidência é, atualmente, a Hipótese da Pecking Order, proposta inicialmente por Donalson (1961) e desenvolvida por Ross (1977) e Myers (1984). Esta abordagem deriva da assimetria de informação, incentivos de sinalização para o mercado e, em certa medida, custos de agência, num contexto onde existem riscos e custos de transação.

Ao contrário dos modelos que têm defendido uma estrutura do capital ótima, baseando - se nos benefícios fiscais, nos custos de insolvência financeira e de agência, resultantes do recurso ao endividamento e capital próprio, esta resulta de decisões ótimas sucessivas entre as fontes de financiamento hierárquica, tendo como objetivo minimizar os custos originados pela assimetria de informação.

Esta sustenta que as empresas manifestam uma hierarquia de preferências, aquando das suas fontes de financiamento, hipóteses de comportamento, designadas na literatura por "Pecking Order Hypothesis". Neste sentido, defende que as empresas vão preferir, acima de tudo, o autofinanciamento[9] e, caso seja preciso recorrer a fundos externos, o capital alheio é prioritário, sendo a emissão de novas ações considerada como último recurso.

Estas emissões de ações têm um maior impacto nos preços do que as emissões de dívida e, consequentemente, tendem a ser relativamente mais caras face às emissões de títulos seguros, como sugere Myers (1984).

Segundo Myers (1984) e Majluf (1984), os custos de seleção adversa são importantes na tomada de decisões de investimento e de financiamento numa empresa. Esses custos resultam da assimetria de informação entre gestores e investidores, sendo que os primeiros têm mais informação acerca da empresa do que os segundos. Os autores desenvolveram a Teoria da Pecking Order baseados no trabalho de Donaldson (1961), sobre as práticas de financiamento.

9 O autofinanciamento pode ser do tipo fundos pessoais ou através de business angels e capitais de risco. Já o financiamento externo é fornecido pelos bancos (Cardoso, 2011).

No modelo desenvolvido por Myers e Majluf (1984), os gestores possuem mais informação do que os potenciais investidores, quanto ao valor da empresa. Os autores mostram que existe tendência para os gestores seguirem uma hierarquização das fontes de financiamento, ou seja, em primeiro lugar vão recorrer a resultados gerados internamente e, no caso de ser necessário recorrer a financiamento externo, existe preferência pela dívida, em detrimento da emissão de ações.

Este também demonstra que uma empresa pode abandonar oportunidades de investimento com valor atual líquido positivo, se os gestores forem obrigados a emitir ações subavaliadas para financiar o projeto. Autores como Harris e Raviv (1991), Lucey e Bhaird (2006), Serrasqueiro e Nunes (2011), entre outros, reconhecem a existência de uma hierarquia das fontes de financiamento.

Os autores assumem que os gestores atuam no interesse dos acionistas, recusando-se a emitir ações subavaliadas, a menos que exista compensação no valor atual líquido das oportunidades de crescimento, no que respeita à transferência de valor dos acionistas existentes para os novos acionistas.

O autor Myers (2001) defende que a Teoria da Pecking Order ajuda a explicar o fato de as empresas mais rentáveis serem aquelas que solicitam menos empréstimos, na medida em que têm disponíveis mais recursos internos, para financiar os seus projetos de investimento. Pelo contrário, as empresas menos rentáveis têm necessidade de recorrer a financiamento externo devido à insuficiência de recursos internos, levando à acumulação de dívida.

No entanto, Brealey e Myers (1999) e Myers (1984) consideram o endividamento como um facto importante, procuram desenvolver algo que combine o ponto de vista de Modigliani e Miller (1963) com os efeitos dos impostos, dos custos de falência e problemas financeiros.

Os autores Ross (1977), Leland, Pyle (1977) e, Myers (1984) defendem que as decisões de financiamento são tomadas de acordo com uma hierarquia de preferências pelas fontes de financiamento à disposição da empresa.

Esta é estabelecida porque a assimetria de informação existente entre os gestores e os investidores cria muitos condicionantes ao financiamento externo, quando os gestores possuem mais informação sobre a atividade da empresa do que os potenciais investidores. Esta situação gera inconvenientes que penalizam as empresas monetariamente quando procuram financiamento" (Frank e Goyal, 2003).

Com base em Myers (1984) e Brealey (1998), formula-se da seguinte forma:

- As empresas possuem uma clara preferência pelo auto-financiamento, relativamente ao financiamento externo;
- As empresas, face às oportunidades de investimento projetadas, ajustam continuamente os seus rácios de distribuição dos resultados (payout ratios), de modo, a evitarem que estas sofram alterações severas;

- A necessidade de uma política de dividendos estáveis, aliada às flutuações não previsíveis da rendibilidade da empresa e das suas oportunidades de investimento, implica que 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 à emissão de novas ações.

Para o autor Myers "esta teoria ajuda a compreender o facto de empresas mais rentáveis possuirem um nível mais baixo de capital alheio, aonde uma maior rendibilidade implica por sua vez uma maior capacidade de gerar fundos internamente e consequentemente uma menor necessidade de recorrer ao endividamento. Como tem sido evidenciado em muitos estudos empíricos, ao encontrarem uma relação negativa entre os indicadores de rendibilidade e os rácios de endividamento" (Myers *Apud* Silva, 2013).

A Teoria do Trade-off tem dificuldades em explicar esta relação, pois, segundo a abordagem em causa são as empresas mais rendíveis que mais capacidade têm para se endividar, pois, possuem melhores condições para reembolsar a dívida e uma probabilidade mais elevada de utilizar a proteção fiscal que o endividamento lhes proporciona.

O facto dos custos de emissão, inexistentes para os recursos internos e que são geralmente menores para uma emissão de dívida do que para uma emissão de novas ações, podem, só por si direcionar a empresa a preferir os fundos gerados internamente à emissão de capital (ações).

Em primeiro lugar, porque os rendimentos gerados internamente e retidos podem não ser tributados em sede de imposto sobre o rendimento do investimento, se considerar a forma de mais-valias não realizada. Em segundo lugar, os encargos da dívida, ao serem dedutíveis para efeitos de apuramento da matéria coletável, fogem à tributação em sede de imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas.

"Na Teoria da Hierarquia das Escolhas, o benefício fiscal dos juros é um efeito de segunda ordem pelo que os rácios de endividamento alteram-se apenas quando existe um desequilíbrio entre os fundos gerados internamente e as oportunidades de investimento reais, não existindo qualquer noção de rácio de endividamento ótimo " (Shyam-Sunder e Myers, 1999).

Os autores Serrasqueiro e Nunes (2010), defendem que as assimetrias de informação nas empresas cotadas em bolsa têm um enorme peso na decisão dos gestores, acabando estes por agirem de acordo com a Pecking Order Theory.

Em suma, a Hierarquia das Fontes de Financiamento resulta do facto de as empresas ao sinalizarem sobre o valor dos seus ativos e oportunidades de investimento ao mercado por intermédio da sua estrutura do capital, preferem financiar o seu crescimento com fundos gerados internamente, através da retenção dos excedentes de fundos gerados por projetos viáveis, já que desta forma não enfrentam qualquer problem a de seleção adversa.

"No caso de a empresa não dispor de autofinanciamento, então recorre ao financiamento externo (dívida), seguido do recurso à emissão ações, embora sejam fontes de financiamento com características do problema de seleção adversa, mas na dívida apresentam-se com uma magnitude menor face à emissão de ações" (Myers, 1984).

2.5. – Teoria do Market Timing

Na tentativa de superar as deficiências reveladas pelas teorias tradicionais da estrutura do capital, surge a Teoria do Market Timing inserida na linha de pensamento das finanças comportamentais.

A Teoria de Market Timing é uma abordagem mais recente, que tenta explicar a estrutura do capital baseando-se na assimetria de informação. Esta teoria centraliza-se no momento da emissão de ações por parte das empresas e considera a existência de um mercado imperfeito e ineficiente. As "deficiências" desse mercado podem possibilitar à empresa realizar um encaixe a um custo inferior.

Os autores Rogão (2006) e Graham (2001), após encontrarem suporte limitado na Teoria da Hierarquia das Fontes de Financiamento e na Teoria Static Trade-off, defendem a prática de Market Timing como um fator fundamental na estrutura do capital das empresas, sugerindo a escolha do momento ótimo de emissão de ações como um fator decisivo na política de financiamento das empresas.

No entanto, foi Baker e Wurgler (2002) que introduziram a teoria como alternativa às teorias clássicas sobre os determinantes da estrutura do capital. Esta nova abordagem fundamenta que a estrutura do capital de uma empresa é o resultado acumulado das várias tentativas passadas de aproveitar as condições favoráveis do mercado de ações, por gestores de empresas.

Estes emitem novas ações quando percecionam que estas estão sobreavaliadas pelo mercado e recompram-nas quando verificam que estão subavaliadas. Isto faz com que o custo de capital próprio diminua, beneficiando os atuais acionistas em detrimento dos seus futuros investidores.

Os autores Baker e Wurgler (2002) apontam duas versões sobre a Teoria do Market Timing: a primeira versão está relacionada com a teoria dinâmica de Myers e Majluf (1984) que assume a existência de investidores e gestores racionais e o problema da seleção adversa das empresas.

Segundo estes, as empresas emitem títulos imediatamente depois da divulgação da informação positiva, reduzindo assim a assimetria de informação entre gestores e acionistas. A redução da assimetria de informação conduz ao aumento do preço das ações e, consequentemente, provoca que as empresas se financiem cada vez mais através da emissão de ações.

A segunda versão da teoria admite a irracionalidade dos gestores e investidores o que implica a perceção de subavaliação e sobreavaliação. Baker e Wurgler (2002) defendem que os gestores emitem ações quando o seu custo é irracionalmente menor e recompram as ações quando o seu custo é irracionalmente maior.

Esta versão de Market Timing assume que o mercado não tem de ser necessariamente ineficiente, isto é, o mercado pode ser eficiente enquanto os gestores acreditam que podem aproveitar as condições favoráveis do mesmo. Baker e Wurgler (2002) são os primeiros investidores que analiticamente relacionam o nível de endividamento da empresa com a prática de Market Timing no mercado de ações, utilizando o rácio Market-to-Book (MtB)[10] como barómetro no sentido de analisar o seu impacto no curto e longo prazos.

Os pioneiros da teoria, Baker e Wurgler (2002) analisam empiricamente a emissão de ações por parte das empresas, quando estas se encontram sobreavaliadas, bem como a sua aquisição, quando se encontram subavaliadas pelo mercado. Estes concluem existir uma série de evidências que indicam que o Market Timing é um importante fator das suas decisões acerca da estrutura do capital, e encontram algumas semelhanças entre a Teoria do Market Timing e a Teoria da Pecking Order.

Por fim, Baker e Wurgler (2002) relacionam o nível de endividamento da empresa com a prática de Market Timing no mercado de ações e conseguem enaltecer a existência e consistência desta prática sobre a estrutura do capital, na medida em que as decisões de financiamento dos gestores são tomadas em função de fatores externos à empresa, nomeadamente, na emissão de ações quando a empresa está sobreavaliada, e na recompra quando se encontra subavaliada.

"A Teoria do Market Timing fundamenta-se em algumas características da Teoria de Pecking Order, nomeadamente a inexistência de uma estrutura do capital ótima que maximiza o valor da empresa, ou se existe, os custos provenientes do desvio em relação ao ótimo são diluídos pelos benefícios facultados pela estrutura de capital corrente. Assim, caso exista uma estrutura do capital ótima, os gestores não revertem as suas decisões quando as ações das empresas se encontram em equilíbrio no mercado, isto é, quando estão corretamente avaliadas pelos investidores externos, dado que não existem ganhos adicionais, quer com a emissão de capital próprio ou com a emissão de títulos de dívida" (Baker e Wurgler, 2002; Rogão 2006 p. 32).

10 O rácio market-to-book mede a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor registado na contabilidade.

Conclui-se, então, que o Market Timing é uma previsão com base em ferramentas para percecionar quais os momentos adequados para investir no mercado financeiro. Consequentemente, é uma análise de estudo de movimentos passados dos preços com objetivo de fazer previsões sobre o comportamento futuro dos preços.

Estudos Semelhantes

Diversos estudos empíricos foram realizados com o objetivo de validar as teorias da estrutura do capital e analisando o relacionamento entre o endividamento e os fatores sugeridos pelas teorias como determinantes da estrutura do capital de uma empresa.

À luz das teorias da estrutura do capital expostas neste artigo, muitos fatores podem condicionar a escolha da estrutura do capital de uma empresa. Ao longo dos últimos anos, vários autores têm identificado alguns dos determinantes mais significativos, nomeadamente:

- A rendibilidade;
- A dimensão da empresa;
- A tangibilidade dos ativos;
- Oportunidades de crescimento;
- Tipo de indústria;
- Singularidade da empresa;
- Volatilidade.

Para a elaboração deste estudo, foram seguidos os seguintes métodos empíricos: Brandley et al. (1984), Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995), Wald (1999), Bancel e Mittoo (2002), Fan et al. (2004), Chen e Strange (2005), Frank e Goyal (2007ª), Chang et al. (2009) e Akdal (2010).

A tabela 1 resume a informação recolhida dos referidos estudos empíricos sobre os determinantes de estrutura do capital, nomeadamente, amostra, metodologia e as variáveis utilizadas.

Tabela 1 - Autores, a sua metodologia e principais conclusões

Estudo (Autor/Ano)	**Amostra**	**Metodologia e variáveis**
(Akdal 2010)	2002 empresas não financeiras do Reino Unido (FTSE 250) durante o período.	Regressão linear (OLS); variáveis explicativas; rendibilidade, dimensão da empresa, oportunidades de crescimento, tangibilidade dos ativos, benefícios fiscais não decorrentes da dívida, volatilidade e liquidez.
(Chang et al., 2019)	Empresa de base de dados Compostat entre 1988-2003.	Modelo Mimic – variáveis explicativas utilizadas: crescimento, rendibilidade, valor colateral dos ativos, volatilidade.
(Fan et al., 2004)	5344 empresas de 39 países durante o período 1991-2000.	Regressão linear utilizadas – risco operacional, tangibilidade dos ativos, dimensão da empresa, rácio market to book, rendibilidade.
(Frank e Goyal, 2007)	Analisar 182552 Empresas não financeiras dos EUA no período 1950-2003 da base de dados Compustat. Análise regressão linear com dados secionais.	Regressão linear (OLS) – variáveis explicativas utilizadas: rendibilidade, dimensão da empresa. Os autores contrariam a teoria da Pecking Order e confirmando a teoria do Trade-off.
(Rajan e Zingales, 1995)	Analisar 4557 empresas não financeiras dos países pertencentes ao G7 durante o período de 1991-1992.	Modelo de Tobit; variáveis explicativa, tangibilidade do ativo, oportunidade de investimento, dimensão da empresa e rendibilidade.
(Wald, 1999)	4404 empresas não financeiras dos 5 países durante o período de 1991-1992.	Modelo de Tobit: variáveis explicativas – volatilidade tangibilidade do ativo, rendibilidade, oportunidade de crescimento, dimensão da empresa.

No anexo 1 é apresentado uma síntese dos resultados dos estudos considerados na tabela 1.

Anexo 1 – Evidência empírica dos estudos sobre os determinantes de estrutura do capital

	(Akdal) 2010	(Chang et al) 2019	(Fan et al, 2014) 2014	(Frank e Goyal) 2007	(Rajan e Zingales) 1995	(Wald) 1999	(Titman) 1988
Dim	Positiva	-	Positiva	Positiva	Positiva	Positiva	Negativa
Tang	Positiva	Negativa	Positiva	Positiva	Positiva	Positiva	- Oport. Negativa Positiva
Cresc			Negativa	Negativa	Negativa	Negativa	-
Rend	Negativa	Positiva	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
V./Risco	Negativa	-	Positiva	-	-	Negativa	-

Os estudos efetuados pelos diversos autores permitem concluir que a rendibilidade, a dimensão da empresa, as oportunidades de crescimento e a tangibilidade dos ativos são os principais determinantes de estrutura do capital no universo em apreciação. A rendibilidade apresenta uma forte relação negativa com o endividamento em todos os estudos. Por outro lado, a dimensão da empresa apresenta, uma acentuada relação negativa com o endividamento. Por fim, a tangibilidade dos ativos apresenta uma relação positiva com o endividamento.

3 – Conclusão

Em conformidade, constata-se que não existe ainda nenhuma teoria de estrutura do capital dominante. Existem sim, várias teorias sobre a estrutura do ca-

pital defendendo determinadas linhas de atuações sobre as decisões financeiras, mas nenhuma é consensual. No entanto, ao longo dos tempos surgiram novas teorias tentando justificar as diversas alterações ocorridas nas empresas.

A Teoria Tradicional defendeu uma visão bastante clássica, denotando a não existência de muito rigor teórico e justificativo nos seus pressupostos.

A Teoria de Modigliani e Miller foi considerada uma teoria sem grande aplicabilidade prática, não sendo por isso, seguida pela maior parte das empresas. Ela tornou-se mais importante, a nível teórico, devido à problemática em torno da sua publicação , do que propriamente a nível empresarial.

Em seguida, surgiu a Teoria do Trade-off que tem como objetivo primordial a explicação do financiamento empresarial com recurso à dívida, na sua maioria, e em menor parte no recurso ao capital próprio. Esta teoria prevê que as empresas mantenham uma estrutura ótima, onde o benefício marginal da dívida é igual ao custo marginal da mesma. Demonstrou-se também que a estrutura ótima de capital deve ter em conta o equilíbrio entre o benefício da dívida e os custos do passivo.

Mais tarde, foi enunciada a relevância da Teoria de Informação Assimétrica – definida pelas suas duas teorias decorrentes, a Teoria da Sinalização e a Teoria de Pecking Order.

Esta teoria surgiu na incapacidade dos modelos baseados nas relações de agência em explicar como certas empresas de maior rendibilidade necessitaram de baixos níveis de endividamento. A Teoria da Sinalização é confirmada e vinculada, sobretudo, com a reação do mercado à emissão de novas ações por parte das empresas. A emissão de ações pode ser evitada mediante o recurso a outras fontes de capital que são defendidas pela Teoria de Pecking Order.

Por fim, a Teoria do Market Timing é uma linha de investigação bem mais recente do que as demais teorias citadas e que procura explicar a estrutura do capital apoiando -se nas ciências comportamentais.

A tomada de decisões relativas à estrutura do capital, segundo a Teoria do Market Timing, tem um carácter externo à empresa, já que se centra na valorização das ações ou nos títulos de dívida pelo mercado de capitais, de acordo com as expectativas criadas pelos investidores, que corresponde aos momentos de subavaliação, quando os investidores se encontram pessimistas e de sobreavaliação quando ocorre duma fase extremamente otimista dos investidores, relativamente ao futuro da empresa.

Bibliografia

AKERLOF, George A. (1970) - The market fot lemon: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Finance*. 84:3 (1970) 488-500.

ALTMAN, E. (1984) - A further empirical investigation of the bankruptcy cost

question. *The Journal of Finance*. 39:4 (1984) 1067-1089.

BAKER, M.; WURGLER, J. (2002) - Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*. 57:1 (2002) 1-32.

BARNEA, A.; HAUGEN, R. A.; SENBET, L. W. (1981) - Market imperfections, agency problems, and capital structure. *A Review, Financial Management*. 10:3 (1981) 7-22.

BAXTER, N. (1967) - Leverage, risk of ruin and cost capital. *The Journal of Finance*. 22:3 (1967) 395-403.

BRANDÃO, E. (2001) – *Finanças*. 1.ª ed. Porto : Porto Editora. Porto.

BREALEY, R.; MYERS, S. (1998) - *Princípios de finanças empresariais*. 3.ª ed.Lisboa McGraw-Hill de Portugal.

BREALEY, R.; MYERS S. (2008) – *Princípios de finanças empresariais*. 8.ª ed. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal.

CASTANIAS, R. (1983) - Bankruptcy risk and optimal capital structure. *The Journal of Finance*. 38:5 (1983) 1617-1635.

DEANGELO, H.; MASULIS, R. W. (1980) - Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*. 8:1 (1980) 3-29.

DONALDSON, G. (1961) – *Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*. Boston: Harvard University.

DUDLEY, E. (2007) - *Testing models of dynamic trade off theory* [Em linha]. [S.l.]: SSRN. [Consult. 12 Mar. 2018]. Disponível em WWW:«URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1030119>

DURAND, D. (1952) - Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In UNIVERSITIES-NATIONAL BUREAU - *Conference on research on business finance* [Em linha]. [S.l.] : NBER. p. 215-262. [Consult. 12 Mar. 2018]. Disponível em WWW:<URL: https://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>.

DURAND, D. (1959) - The cost of capital, corporation finance, and the theory of investiment: comment. *The American Economic Review*. 44:4 (1959) 639-655.

ELLIOT, W. B.; KOËTER-KANT, J.; WARR, R.S. (2007) - Market timing and the debt- equity choice. *Journal of Financial Intermmediation*. 17 (2007) 175-197.

ESPERANÇA, J. P.; MATIAS, F. (2005) - *Finanças Empresariais*. Lisboa. Texto Editora.

FRANK, M. Z.; GOYAL V. K. (2007a) - Capital structure decisions: Wich Factors are Reliably Important? *Working Paper Series*. Social Science Research Network. (2007) 37-76.

FRANK, M. Z.; GOYAL V. K. (2009) - Capital structure decisions: wich factors are reliably important? *MPRA Paper 22525*, University Library of Munich. 1:38 (2009) 1-37.

GIMENES, R. (1999) – A teoria tradicional e o modelo de Franco Modigliani e Merton Miller: uma abordagem crítica. *Revista de Ciências Humanas da Unipar*.

7:25 (1999) 18-28.

GOMES, R. (2012) - A estrutura do capital das empresas: Teoria ao longo de 50 anos. *Economia e Empresas*. Universidade Lusíada do Porto. 14 (2012) 119-143.

HARRIS, M.; RAVIV, A. (1991) - Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*. 46:1 (1991) 297-355.

HAUGEN; ROBERT A.; SENBET; LEMMA W. (1978) - The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*. 33:2 (1978) 383-393.

HOVAKIMIAN, A. (2004) - Are observed capital structure determined by equity market timing. *Working Paper Series*. Social Science Research Network. 24:7 (2004) 5-25.

HOVAKIMIAN, A.; LI, G. (2011) - In search of conclusive evidence: how to test for adjustment to target capital structure. *Journal of Corporate Finance*. 17:1 (2011) 33-44.

HUANG, R.; RITTER, J. R. (2009) - Testing theories of capital structure and estimating the speed the of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analyses*. 44:2 (2009) 237-271.

JENSEN, C.; MECKLING, W. (1976) – Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 3 (1976) 305-360.

JENSEN, M. (1986) – The agency costs of free cash flow corporate finance and takeovers. *The American Economic Review*. 76:2 (1986) 323-339.

LUCEY, B.; BHAIRD, C. (2006) - Capital structure and the financing of smes: empirical evidence from an irish survey. *Working paper MIT*. (2006) 20-25.

LUMBY, S. (1991) – *Investment Appraisal and Financial Decisions* – A First Course in Financial Management, Chapman & Hall, Fourth Edition.

MAÇÃS, P. J.; SERRASQUEIRO, Z. M. (2007) - Capital structure of portuguese service industries: a panel data analysis. *The Service Industries Journal*. (2007) 549-561.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. (1961) - Dividend policy, growth and the valuation of shares. *The Journal of Business*. 34:4 (1961) 411-433.

MILLER, M. H. (1977) - Debt and taxes. *The Journal of Finance*. 32:2 (1977) 261-275.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. (1958) - The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*. 48:3 (1958) 261-297.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. (1963) - Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*. 53:3 (1963) 437-447.

MYERS, S.; ROBICHEK, A. (1965) - *Optimal Financing Decisions*: New Jersey. 2th Edition. Prentice-Hall.

MYERS, S.; MAJLUF, N. (1984) - Corporate financing and investments decisions: when firms have information that inventors do not have. *The Journal of Financial Economics*. 13 (1984) 187-221.

MYERS, S. (2001) - Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives*. 15:2 (1984) 81-102.

NOVO, A. J. (2009) - *Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas: Evidência no Mercado Português*. Aveiro : Universidade de Aveiro. Dissertaçao de Mestrado em Gestão.

ROGÃO, M. (2006) - *Determinantes da Estrutura de Capitais das Empresas Cotadas Portuguesas: Evidência Empírica Usando Modelos de Dados em Painel*. Covilhã : Universidade da Beira Interior. Dissertação de Mestrado em Gestão.

ROSS, A. (1977) – The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*. 8:1 (1977) 23-40.

SAITO, R.; TERRA, P. R.; SILVA, A. L.; SILVEIRA, A.D. (2008) - Fórum o cinquentenário de Modigliani e Miller. *Revista de Administração de Empresas*. (2008) 2-9.

SERRASQUEIRO, Z.; NUNES, M. (2010) - Are trade-off and pecking order theories mutually. *African Journal of Bussiness Management*. 4:11 (2010) 2216-2230.

SERRASQUEIRO, Z.; NUNES, J. (2011) - Are capital structure decisions of family- owned smes different? empirical evidence from portugal. Universidade de Évora. *Centro de Estudos e Formação Avançada em Gestão e Economia*. 11 (2011) 1-38.

SILVA, S. A. (2013) - *Determinantes da Estrutura de Capitais: Evidência Empírica das Empresas Portuguesas Cotadas na Euronext Lisbon*. Porto : Universidade do Porto. Dissertaçao Mestrado em Finanças.

SHYAM-SUNDER, L.; MYERS S. C. (1999) - Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Finacial Economics*. 51:2 (1999) 219-244.

SPENCE, M. (1973) - Job market signalling. *Quarterly Journal of Economics*. 87:3 (2011) 355-379.

SPIRO, H. (1991) - *Finanças para Gerentes não Financeiros*. Porto alegre. Makron Books.

STIGLITZ, J. (1973) - Taxation, corporate financial policy and the cost of capital. *Journal of Public Economics*. 2 (1973) 1-34.

STREBULAEV, I. A. (2007) - Do test of capital structure theory mean what they say? *The Journal of Finance*. 62:4 (2007) 1747-1787.

SUÁREZ, A. (1996) – *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*. Madrid. Ediciones, Pirámides, S.A.

WESTON, J. F. (1989) – *What Modigliani e Miller Have Wrought*. Financial Management. 18 (2), pp. 29-38.