



**CATÓLICA**

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA | PORTO

---

**Decisão de Endividamento no Setor da Fabricação  
do Calçado.**

**Análise das Empresas Sem Dívida e Com Reduzida  
Dívida.**

Carolina Fernandes Gomes da Silva

Católica Porto Business School

Março de 2017



**CATÓLICA**  
UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA | PORTO

---

**Decisão de Endividamento no Setor da Fabricação do  
Calçado.**

**Análise das Empresas Sem Dívida e Com Reduzida  
Dívida.**

**Trabalho Final na modalidade de Dissertação apresentado à  
Universidade Católica Portuguesa para obtenção do grau de mestre em  
Auditoria e Fiscalidade**

por

**Carolina Fernandes Gomes da Silva**

sob orientação de

**Prof. Doutor Luís Pacheco**

Católica Porto Business School

Março de 2017

## **Agradecimentos**

A realização desta dissertação de Mestrado só foi possível graças à colaboração de várias pessoas às quais gostaria de expressar o meu eterno agradecimento.

Em primeiro lugar, aos meus pais Octávio Carlos Gomes da Silva e Maria Luísa Carvalho Fernandes Gomes da Silva, à minha irmã Margarida Fernandes Gomes da Silva e ao meu namorado João Marcelo Lourenço Matos, que me apoiaram de início ao fim, me motivaram e nunca me deixaram desistir.

Ao Professor Doutor Luís Pacheco, orientador da minha dissertação, que me ajudou sempre que necessitava, me apoiou incondicionalmente e foi essencial para poder progredir no meu trabalho.

A todos os amigos que, direta ou indiretamente, me ajudaram a fazer esta dissertação e me deram as forças de que necessitava.

## Resumo

Este trabalho analisa o facto de muitas empresas deterem um peso de endividamento inferior ao que seria expectável, de acordo com os alguns modelos financeiros da literatura sobre estrutura de capital (Minton e Wruck, 1991; Strebulaev e Yang, 2007) e, portanto, pretende-se encontrar confirmação empírica para o caso das empresas Portuguesas não cotadas do setor da fabricação do calçado, para o período de 2006 a 2015.

Neste contexto, são essencialmente dois modelos teóricos explicativos da estrutura de capital: o modelo do trade-off, que identifica as vantagens e desvantagens marginais do recurso ao endividamento como determinantes da estrutura de capital, e o modelo da pecking order, que considera que as decisões de financiamento são tomadas de forma incremental sem referência ao stock inicial de capital.

Por outro lado, é feita a distinção e comparação entre as empresas sem endividamento, que neste trabalho se considera que são empresas que detêm entre 0% e 1% de dívida financeira (Zero Leverage Firms), empresas com pouco endividamento, empresas que em média se encontram abaixo dos 10% de dívida financeira (Low Leverage Firms), e as restantes empresas, com endividamento médio acima dos 20%.

Os factores considerados como determinantes da escolha das empresas entre dívida e capital próprio, foram a dimensão, a tangibilidade, a rendibilidade, o crescimento, os benefícios fiscais não financeiros, o risco e a taxa efetiva de imposto (Titman e Wessels, 1988; Rajan e Zingales, 1995).

Os resultados obtidos sugerem que as zero leverage firms e as low leverage firms baseiam as decisões de endividamento nas variáveis explicativas tangibilidade e rendibilidade. De referir ainda que a teoria do trade-off parece

ser mais consistente para explicar o endividamento das empresas do sector de fabricação do calçado português.

*Palavras-chave: Zero Leverage Firms; Low Leverage Firms; Trade-off; Pecking Order; Estrutura de Capitais.*

## **Abstract**

This master thesis examines the fact that many firms have a lower debt than would be expected, according to some pricing models of the capital structure literature (Minton and Wruck, 1991; Strebulaev and Yang, 2007) and therefore, it is intended to find empirical confirmation for the case of unlisted Portuguese companies in the footwear manufacturing sector, for the period from 2006 to 2015.

In this context, there are essentially two theoretical models that explain the capital structure: the trade-off model, which identifies the marginal advantages and disadvantages of borrowing as determinants of the capital structure, and the pecking order model, which considers that financing decisions are made incrementally without reference to the initial capital stock.

On the other hand, it is distinguished and compared the companies without indebtedness, which in this paper are considered to be companies that hold between 0% and 1% of financial debt (Zero Leverage Firms), companies with low indebtedness, companies that in average are below 10% of financial debt (Low Leverage Firms), and the remaining companies, with an average debt above 20%.

The factors considered as determinants of the choice of the companies between debt and equity were the dimension, tangibility, profitability, growth, non-financial tax benefits, risk and the effective tax rate (Titan and Wessels, 1988; and Zingales, 1995).

The obtained results suggest that the zero leverage firms and low leverage firms base the debt decisions on the explanatory variables tangibility and profitability. It should also be noted that the trade-off theory seems to be more consistent to explain the indebtedness in the Portuguese companies of the footwear manufacturing sector.

*Keywords: Zero Leverage Firms; Low Leverage Firms; Trade-off; Pecking Order; Capital Structure.*

# Índice

Capítulo 1. Introdução .....	6
Capítulo 2. Revisão de Literatura.....	8
2.1. Introdução.....	8
2.2 Modelos de Trade-Off e Pecking Order.....	9
2.2.1. Teoria do Trade-Off .....	9
2.2.2 Teoria do Pecking Order .....	12
2.2.3. Factores determinantes da Estrutura de Capitais.....	15
2.3. O “Fenómeno” do Zero Leverage e Low Leverage .....	19
Capítulo 3. Caracterização da Amostra.....	26
3.1. Breve análise do Setor do Calçado .....	26
3.2. Caracterização dos Dados.....	28
Capítulo 4. Questão de Investigação e Metodologia .....	33
Capítulo 5. Análise dos Resultados .....	35
Capítulo 6. Conclusão .....	41
Bibliografia.....	43
Apêndices .....	50

## Capítulo 1. Introdução

A problemática da estrutura de capital continua a ser considerada como uma das questões mais intrigantes das finanças empresariais (“puzzle” nas palavras de Myers, 1984), uma vez que continuam por responder de forma inequívoca a questões tão importantes como o impacto da estrutura de capital no valor da empresa, a composição ótima do capital investido em termos de fontes de financiamento e maturidades, entre muitas outras (p.e., Barclay e Smith, 2005, Ross et al, 2016).

A principal discussão neste contexto parece continuar a ser o impacto da composição do capital investido no valor da empresa, pelo menos desde o tão divulgado trabalho de Modigliani e Miller (1958) que descreveu e comprovou as principais condições que tornavam a decisão de financiamento irrelevante em termos de criação de valor.

A partir deste trabalho, muitos investigadores tentaram entender como é que pressupostos diferentes relativamente àquelas condições de partida poderiam explicar as decisões de financiamento das empresas. Neste contexto, o estudo de Harris e Raviv (1991) foi particularmente interessante na formulação de uma síntese da literatura sobre o assunto, relacionando questões teóricas com a evidência empírica e sugerindo pistas para investigação futura.

Apesar de muitas teorias serem definidas como potenciais explicações das estruturas de capital empresariais, duas delas assumiram particular destaque em termos de testes empíricos (Ross et al, 2016): a teoria do trade-off e a teoria da pecking order. Estas teorias são consideradas por Myers (1984) e Fama e French (2002) como “the mainstreams”, enquanto outras hipóteses explicativas como interações entre mercados de ativos reais e mercados financeiros e o timing dos mercados, entre outras, não são referenciais tão fortes. Nas palavras de Myers

(1984), as restantes teorias estão em segundo plano porque “(they) cut the umbilical cord that ties managers’ acts to stockholders’ interests”.

Por esse motivo, este trabalho foca essencialmente nestas duas hipóteses teóricas: o trade-off, que identifica as vantagens e desvantagens marginais do recurso ao endividamento como determinantes da estrutura de capital, e a pecking order, que considera que as decisões de financiamento são tomadas de forma incremental sem referência ao stock inicial de capital. Estas teorias foram, e continuam a ser, amplamente testadas (por exemplo, Titman e Wessels, 1988; Shyam-Sunder e Myers, 1999; e Frank e Goyal, 2007), com alguns resultados, mas ainda carecem de ser desenvolvidos, e, no caso deste trabalho, a aplicação é feita a empresas Portuguesas não cotadas, do setor da fabricação do calçado.

As questões mais interessantes sobre a estrutura de capital, que ainda foram pouco estudadas, são as que estão relacionadas com o facto de que aparentemente muitas empresas detêm um peso de endividamento inferior ao que seria expectável de acordo com os modelos encontrados na literatura (Minton e Wruck, 1991; Strebulaev e Yang, 2007). Por este motivo, este trabalho pretende analisar esta possibilidade, e encontrar confirmação empírica para o caso das empresas referidas anteriormente.

Para concretizar estes objetivos de análise, este trabalho encontra-se organizado da seguinte forma: No capítulo 2 procede-se à revisão da literatura dos temas da tese, ou seja, da estrutura de capital, focalizando nos modelos de trade-off e pecking order, e da questão do zero leverage e low leverage; No capítulo 3 faz-se a caracterização do setor do calçado e dos dados da amostra; No capítulo 4 discute-se a questão de investigação e metodologia utilizada no trabalho, enquanto que no capítulo 5 se discutem os resultados obtidos; Por fim, no capítulo 6 conclui-se o trabalho, discutem-se algumas das suas limitações e apresentam-se algumas pistas para investigação futura.

## Capítulo 2. Revisão de Literatura

### 2.1. Introdução

Um dos principais enigmas das finanças relaciona-se com a evidência factual de um número elevado de empresas terem menos dívida do que o previsto pelas teorias de estrutura de capital, falando-se assim do “low leverage puzzle” (Miller, 1977; Graham, 2000). Além disso, alguns estudos mais recentes mostram que muitas empresas não têm dívida na sua estrutura de capital, ou têm um valor marginal, apesar dos potenciais benefícios do endividamento. Esta evidência é designada de “zero leverage puzzle”. (Strebulaev e Yang, 2007)

Enquanto o low leverage puzzle tem sido estudado (Mackie e Mason, 1990; Graham, 1996), o “fenómeno” de zero leverage puzzle ainda não foi bem compreendido. Teoricamente, alguns modelos dinâmicos de trade-off foram capazes de prever proporções ótimas compatíveis com o “fenómeno” do low leverage (dos 5% aos 10%), que são mais consistentes com alguns casos observados na prática (por exemplo, Goldstein et al., 2001; Morellec, 2004; Ju et al., 2005; Strebulaev, 2007). Esses modelos representam um passo importante para resolver a questão do low leverage, embora estejam longe de ser capazes de explicar o “fenómeno” do zero leverage. Em particular, alguns modelos de trade-off dinâmico explicam por é que algumas empresas consideram o capital próprio como ideal e não exploram a vantagem fiscal do financiamento da dívida (Hovakimian et al., 2001).

Por este motivo, este trabalho vai analisar a literatura associada às questões de “zero leverage puzzle” e “low leverage puzzle”, no contexto dos modelos de estrutura de capital mais divulgados neste caso, o modelo de trade-off e pecking order.

## 2.2 Modelos de Trade-Off e Pecking Order

### 2.2.1. Teoria do Trade-Off

Modigliani e Miller (1958) permitiram o impulso do estudo da problemática da estrutura de capital, provando que, sob certas condições, em mercados perfeitos, completos e sem impostos, o valor de mercado de uma empresa é independente da sua estrutura de capital.

Na primeira proposição, os autores afirmam que “o valor de mercado de cada empresa é independente da sua estrutura de capital e é dado pela capitalização do seu retorno esperado à taxa apropriada à sua classe”.

Na segunda proposição, Modigliani e Miller (1958) defendem que o custo do capital próprio da empresa aumenta em função do endividamento, uma vez que, à medida que a empresa aumenta a dívida, os acionistas exigem uma rentabilidade superior pelos capitais investidos na empresa, já que o risco neste caso é superior.

Na terceira proposição, os autores afirmam que o custo do capital de uma empresa endividada, deve ser uma média ponderada da taxa do custo do capital próprio e da taxa do custo da dívida da empresa.

Posteriormente, os mesmos autores, apresentam um segundo estudo (Modigliani e Miller, 1963) sobre o mesmo problema, considerando agora a existência de impostos.

Neste segundo estudo, defendem que uma empresa tem benefícios na escolha pelo endividamento devido aos benefícios fiscais associados à dívida. Este trabalho serviu de base para outras investigações sobre a escolha entre capital próprio e dívida na determinação da estrutura de capitais destacando-se as teorias de trade-off, pecking order e a teoria de custos de agência.

Jensen e Smith (1984) na revisão sobre a teoria moderna de corporate finance expõem o argumento de Kraus e Litzenberger (1973) acerca dos custos de falência. Consideram que um aumento no endividamento aumenta a probabilidade de falência e, conseqüentemente, um aumento nos custos esperados de falência.

Jensen e Meckling (1976) incorporaram os custos de agência no modelo Static trade-off, ou seja, os custos que derivam de conflitos de interesse, argumentando que a estrutura de capital ótima pode ser obtida através do trading-off entre os custos de agência da dívida e os benefícios da dívida.

Harris e Raviv (1991) identificaram dois tipos de conflitos de agência, conflitos entre gestores e acionistas e conflitos entre credores e acionistas. O primeiro ocorre pelo facto de os gestores terem menos de 100% dos direitos residuais. Ou seja, os gestores assumem todos os custos associados às suas atividades, ganhando apenas uma parte do lucro obtido nas mesmas. Dessa forma, os gestores têm incentivos para transferirem alguns recursos para uso pessoal, em vez de se preocuparem com a maximização do lucro da empresa. Esta ineficiência é reduzida quanto maior for a participação do gestor no capital da empresa.

Por outro lado, o gestor tem o compromisso de pagar as dívidas com o dinheiro disponível, portanto, terá menos montante disponível para gastar em benefício próprio. Esta atenuação do conflito de interesses entre gestores e acionistas constitui o benefício do financiamento através de dívida. Os conflitos entre credores e acionistas surgem quando um investimento gera uma rentabilidade acima do valor da dívida.

Neste caso, serão os acionistas a obter a maior parte da receita. No caso do investimento fracassar, serão os credores a assumir as conseqüências. Dessa forma, a empresa tende a investir em projetos mais arriscados, mesmo que sejam

projetos value-decreasing. Assim sendo, e de acordo com Harris e Raviv (1991), “O custo do incentivo em investir em projetos value-decreasing criado pela dívida é suportado pelos acionistas que emitiram a dívida. Este efeito, geralmente designado como o ‘efeito substituição dos ativos’, é um custo de agência do financiamento através de dívida.”

Em suma, as teorias de trade-off defendem que, as empresas estabelecem financiamento onde vão substituindo dívida por capital próprio, e vice-versa, até maximizarem o valor da empresa (Myers, 1984).

A teoria do trade-off defende que as empresas devem ter uma estrutura de capital ótima que maximize os benefícios e minimize os custos de endividamento (Krauz e Litzerberg, 1993); DeAngelo e Masulis, 1980). O principal benefício da dívida em relação ao património líquido para a empresa é um benefício fiscal, em que as despesas com juros são dedutíveis nos impostos, enquanto os rendimentos do capital próprio (dividendos) não são. Esse benefício aumenta com os impostos da empresa que assume a dívida, e foi observado por Modigliani e Miller (1963), que demonstram que quanto maior for o endividamento da empresa, menor será o montante de imposto sobre o rendimento pago.

Um benefício do endividamento é forçar os gestores a serem mais disciplinados no momento de escolha dos projetos. Isto porque os maus investimentos podem impedir o pagamento de juros (Jensen, 1986).

Segundo Ross et al. (2012), cada empresa pretende ter uma estrutura de capital ótima. As empresas com ativos tangíveis mais lucrativos tendem a financiar-se com dívidas, já as pouco rentáveis, ou com ativos intangíveis arriscados, utilizam o capital próprio.

Outro modelo que reconhece o benefício marginal da dedutibilidade fiscal através da variação do nível de endividamento, produzindo um nível ótimo de

endividamento, foi desenvolvido por DeAngelo e Masulis (1980). Estes defendem que o endividamento está inversamente relacionado com as despesas dedutíveis não financeiras, nomeadamente as depreciações e as amortizações. Assim, a dedutibilidade financeira estimula as empresas mais rentáveis e com menor volatilidade a serem mais endividadas.

### **2.2.2 Teoria do Pecking Order**

Esta teoria insere-se na corrente que fala acerca da problemática das assimetrias de informação, e defende quais os mecanismos de sinalização para o mercado que leva a uma hierarquização das várias fontes de financiamento das empresas.

Donaldson (1961) estudou as práticas de financiamento e concluiu que a maioria das empresas preferia financiar-se primeiro com fundos internos, e, só em situações ocasionais recorrer a fontes externas. Segundo ele, os administradores evitam o financiamento externo, porque sujeita-os a influências indisciplinadas do mercado de capitais. No caso do financiamento ser inevitável, a dívida é preferível à emissão de novas ações, já que os administradores ficam menos expostos.

Inicialmente a teoria da pecking order, ou seleção hierárquica, foi desenvolvida por Ross (1977), Leland e Pyle (1977), Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), e veio contrapor o que fora dito pela teoria do trade-off, defendendo que as decisões sobre a forma de financiar os investimentos não são tomadas de forma a obter uma estrutura de capitais ótima, mas sim de acordo com uma hierarquia de preferências pelas fontes de financiamento, já que os estudos afirmam que as assimetrias entre os gestores e os investidores externos provocam muitos condicionantes ao financiamento externo.

Assim, tendo em conta a existência da ordem de preferência em relação aos recursos financeiros, não há uma meta de endividamento definida, já que existem dois tipos de recursos próprios: um interno e outro externo, sendo que um se posiciona no topo da lista de preferência dos gestores e o outro no final (Myers, 1984).

Myers (1984) defende ainda que as empresas se preocupam com o futuro e com os custos de financiamento.

Assim, para minimizar os custos dessa assimetria, as empresas financiam os investimentos seguindo uma ordem hierárquica de recursos, os chamados recursos próprios, títulos sem risco, títulos arriscados e, por último, emissão de novas ações (Damodaran, 2004). As empresas mais rentáveis utilizam menos recursos de terceiros porque não precisam deles, e por terem estabelecido como meta um nível de endividamento baixo.

Donaldson (1961), e Myers e Majluf (1984) contrariam o modelo de trade-off com a pecking order, onde as decisões financeiras das empresas dependem dos custos da seleção adversa que tiverem origem nas assimetrias de informação. Estes autores defendem que os investidores estão menos informados do que gestores sobre o valor das empresas, e que o capital próprio tende a ser desvalorizado pelo mercado. Dessa forma, os novos projetos que necessitem de ser financiados através de capital próprio, podem ser rejeitados, mesmo que criem valor para o acionista.

Myers (1984) defende que no modelo pecking order as empresas não possuem metas de endividamento. Estas não têm qualquer interesse em aumentar o endividamento quando os cash flows são positivos e suficientes para financiar os futuros investimentos com baixo risco. Espera-se então que o endividamento diminua quando os investimentos não excederem os lucros.

Assumindo que os investimentos e os lucros sejam persistentes, a relação marginal entre investimento e o endividamento torna-se positiva. Porém, como defende Myers (1984), na teoria da pecking order, as empresas ponderam os custos de financiamento presentes e esperados, e as que tenham expectativas significativas de investimentos procuram manter o nível de endividamento mais baixo, para que possam ter capacidade de financiar investimentos futuros.

Segundo a teoria da pecking order desenvolvida por Myers e Majluf (1984), as empresas estabelecem uma hierarquia na escolha de financiamento, sugerindo que “as empresas preferem recorrer a capital, primeiro através dos resultados, e em segundo através da emissão de dívida” (Titman e Wessels, 1988). Para os autores anteriores, este comportamento deve-se aos custos de emissão de capital como resultado da assimetria de informação ou dos custos de transação.

O subinvestimento pode ser evitado se a empresa conseguir financiar novos projetos através de financiamento que seja menos subvalorizado (Harris e Raviv, 1991).

Fama e French (2001) concluem que a relação entre endividamento e expectativa de investimentos é negativa e mais ténue para as empresas que não pagam dividendos. Em contrário, para as empresas que pagam dividendos e têm grandes expectativas de investimentos, a previsão do modelo pecking order é a de que o nível de endividamento seja menor.

Os autores defendem que as dívidas fazem com que os gestores fiquem tentados a investir em excesso. Consequentemente, podem chegar a utilizar recursos de terceiros como resposta aos custos de agência associados à manutenção da folga financeira (Ross et al. (2012).

Avaliando os custos presentes e futuros é possível que as empresas com oportunidades de investimentos optem por manter um nível de endividamento baixo para se financiarem com menos risco no futuro. Em suma, as empresas com

grandes expectativas de investimentos possuem um nível de endividamento menor.

### **2.2.3. Factores determinantes da Estrutura de Capitais**

Aqui encontram-se os fatores determinantes da escolha das empresas entre dívida e capital próprio, dimensão, tangibilidade, rentabilidade, crescimento, benefícios fiscais não financeiros, risco e inovação (Titman e Wessels, 1988; Rajan e Zingales, 1995).

A dimensão, segundo Rajan e Zingales (1995), pode ser considerada uma proxy da probabilidade de falência, sendo medida como o logaritmo das vendas. É usado porque demonstra que o efeito, caso exista, influenciará maioritariamente as empresas de menor dimensão (Titman e Wessels, 1988).

Titman e Wessels (1998) defendem que os custos de transação podem ser importantes na definição da estrutura de capital das empresas. As empresas de pequena dimensão preferem endividamento de curto prazo porque aos custos de transação são menores face à emissão de dívida de longo prazo, tendo em conta que o endividamento de curto prazo está negativamente correlacionado com a dimensão da empresa. Parsons e Titman (2009) consideram que o custo de refinanciamento é mais elevado em empresas de menor dimensão, o que faz com que tenham menos dívida. Por outro lado, empresas maiores tendem a ser mais diversificadas, apresentando menor volatilidade nos lucros, e, portanto, menor probabilidade de falência (Parsons e Titman, 2009). Assim, o sistema financeiro está disposto a emprestar mais a estas empresas e, por isso, espera-se que a relação da dimensão com o endividamento seja positiva.

A tangibilidade é considerada como influenciador positivo do endividamento. Rajan e Zingales (1995) usam o rácio entre os ativos fixos e o total

do ativo como proxy para a tangibilidade, argumentando que os ativos tangíveis de uma empresa podem ser considerados garantia perante os credores, uma vez que os ativos tangíveis servem como salvaguarda em caso de falência. As empresas com mais ativos são mais facilmente avaliadas pelos credores, e, por isso, mais propensas a obterem dívida (Parsons e Titman, 2009).

De acordo com a teoria static trade-off, as empresas com elevada rentabilidade apresentam menor probabilidade de falência, e por isso os credores estarão dispostos a ceder endividamento. O endividamento permite diminuir os problemas de assimetria de informação através da obrigação dos gestores no pagamento da dívida (Jensen e Meckling, 1976).

As empresas com elevada rentabilidade podem ter muitos lucros retidos e, dessa forma, em caso de necessidade de financiamento, recorrem primeiro aos cash flows internos, esperando-se uma relação negativa com o endividamento. Titman e Wessels (1988), mediram a rentabilidade como o rácio entre os resultados antes de juros e impostos, e o resultado operacional e o rácio entre os resultados antes de juros e impostos e o total do ativo. Rajan e Zingales (1995) confirmam a relação negativa proposta, e afirmam que “no curto prazo os investimentos e os dividendos são fixos, e se o financiamento da dívida é a forma mais comum de financiamento externo, então as alterações no lucro estão correlacionadas negativamente com as alterações no endividamento.”

Myers (1977), tendo por base a teoria de agência, considera que numa situação de subinvestimento, as empresas com elevadas oportunidades de crescimento podem pôr de lado os projetos que permitam a criação de valor, uma vez que os obrigacionistas acabam por ir buscar grande parte dos benefícios desses projetos e os acionistas não recebem a rentabilidade normal do que investiram. Para as empresas com elevadas oportunidades de crescimento é mais difícil que os credores detetem os investimentos em projetos mais arriscados, e,

por isso, a dívida é mais cara. Isto justifica a relação negativa entre o endividamento e o crescimento.

Titman e Wessels (1988) sugerem uma relação negativa entre o crescimento e a dívida, utilizando a percentagem da variação total dos ativos como proxy para o crescimento.

Por outro lado, segundo a teoria pecking order, o crescimento apresenta uma relação positiva com o endividamento. As empresas que estejam a crescer precisam financiá-lo e, por vezes, os recursos internos disponíveis não são suficientes, sendo necessário recorrer a dívida.

DeAngelo e Masulis (1980) apresentam um modelo de estrutura de capitais que incorpora impostos sobre pessoas e empresas, custos de falência e benefícios fiscais não relacionados com a dívida. Os autores argumentam que as deduções originadas pela depreciação dos ativos e o investimento substituem os benefícios fiscais relacionados com a dívida, e por isso, as empresas com elevados benefícios deste género tendem a ter menos dívida. Esta evidência é confirmada no estudo de Titman e Wessels (1988) que propõem como proxy o rácio entre as depreciações sobre o total dos ativos.

Bradley et al. (1984) corroboram a relação negativa apresentada pelos estudos anteriores, e afirmam que, mantendo-se tudo o resto constante, quando se aumenta a variação no valor da empresa, aumenta o risco de insolvência financeira, e diminui a probabilidade da dívida ser uma mais valia em termos de benefícios fiscais.

A relação da volatilidade, utilizada como proxy para o risco, com o nível de endividamento segundo Titman e Wessels (1988), é justificada através do nível ótimo de endividamento como função decrescente da volatilidade dos resultados, sendo usado o desvio padrão da percentagem da variação dos resultados antes de juros e impostos como proxy do risco.

Bradley et al. (1984) acreditam que empresas inovadoras normalmente são menos endividadas que as outras. Dessa forma há uma relação negativa entre o rácio de dívida e a inovação. Titman e Wessels (1988) utilizaram o rácio entre as despesas em pesquisa e desenvolvimento (R&D) e as vendas para medir a singularidade do produto, o que pode ser considerada uma proxy para a inovação.

Brown et al. (2009) consideram que os projetos das empresas inovadoras podem ser mal avaliados pelos investidores, uma vez que não existe muita informação disponível sobre projetos comparáveis. Dessa forma, com esta assimetria de informação, é difícil para o mercado e investidores avaliarem o risco associado ao projeto. Por isso, as instituições de crédito têm mais receio de emprestar dinheiro a estas empresas, esperando-se que sejam menos endividadas, e, por consequência, que o rácio de dívida esteja correlacionado negativamente com a inovação.

**Tabela 1 - Relação esperada entre os determinantes do endividamento e as teorias de estrutura de capitais**

Determinantes do endividamento	Teoria subjacente	Relação esperada
Dimensão	Trade-off	Positiva
	Pecking order	Positiva
Tangibilidade	Trade-off	Positiva
	Pecking order	
Rendibilidade	Trade-off	Positiva
	Pecking order	Negativa
Oportunidades de crescimento	Trade-off	Negativa
	Pecking order	Positiva
Taxa efetiva de imposto	Trade-off	Positiva
	Pecking order	
Benefícios fiscais não financeiros	Trade-off	Negativa
	Pecking order	
Risco do negócio	Trade-off	Negativa
	Pecking order	

Em síntese, a tabela 1 (que se encontra acima) evidencia as relações esperadas para os factores considerados e os determinantes do endividamento, tendo em consideração as teorias de estrutura de capitais.

### **2.3. O “Fenómeno” do Zero Leverage e Low Leverage**

Para estudar a questão de investigação consideraram-se várias explicações alternativas extraídas das teorias existentes da estrutura de capital, com destaque para a pecking order e o trade-off.

Em primeiro lugar, é necessário perceber se as empresas têm zero leverage porque são "financeiramente constrangidas" e porque são financiadas pelos credores (Stiglitz e Weiss, 1981; Faulkender e Petersen 2006).

Em segundo lugar, entender se o low leverage puzzle pode ser explicado pela pecking order, que diz que as empresas não se endividam quando têm capital interno suficiente para financiar novas oportunidades de investimento.

Em terceiro lugar, a partir de uma perspectiva de trade-off, as empresas podem usar dívida se tiverem custos financeiros altos, impostos baixos (Graham, 2000), benefícios fiscais extra-dívida altos (DeAngelo e Masulis, 1980) e/ou substitutos para a dívida, como o leasing operacional (Yan, 2006). No âmbito do trade-off dinâmico, as empresas podem manter a low leverage de forma a ajustar o endividamento no longo prazo (por exemplo, Fischer et al, 1989;. Leary e Roberts, 2005).

Em quarto e último lugar, a hipótese de flexibilidade financeira acredita que as empresas devam ter low leverage de modo a ter capacidade de endividamento e financiar despesas de capital futuras (DeAngelo, H. & DeAngelo, L., 2007; Gamba e Triantis, 2008).

As empresas de ZLF e LLF têm cash flows substanciais e oportunidades de crescimento, dependendo fortemente do financiamento de capital para financiar despesas futuras. Além disso, estas empresas são menores, mais jovens e menos rentáveis.

Estes resultados são inconsistentes com a teoria da pecking order, estando em sintonia com a hipótese de subinvestimento (Myers, 1977).

A hipótese de subinvestimento (Myers, 1977), é uma explicação possível para a zero leverage, que sugere que as empresas que enfrentam oportunidades de crescimento elevadas devem ter uma dívida reduzida para diminuir o problema de dívida pendente.

Graham (2000) dá uma possível explicação para as empresas subendividadas e para a acumulação de cash flows muito altos (Opler et al (1999) e Harford (1999)). Acreditam que estes sejam reduzidos ou eliminados, quando as empresas realizarem investimentos discricionários elevados.

Por outro lado, Fischer et al (1989); Leary e Roberts (2005), acreditam que estas teorias sejam consistentes com a teoria dinâmica de trade-off. As empresas voltam à política da dívida menos conservadora, quando o desvio em relação ao objetivo de endividamento se torna suficientemente grande, provocando ajuste do mesmo.

Os resultados empíricos dão suporte a essa hipótese, até porque empresas com crescimento elevado são mais propensas a adotar ou mudar para uma política de endividamento muito conservadora (low leverage).

Há, assim, evidências da hipótese de flexibilidade financeira, pois, enquanto as ZLF tendem a acumular cash flows, a decisão de ter dívida não é motivada pelo aumento no futuro das despesas de investimento, mas pela estrutura de capital.

Mais recentemente, Minton e Wruck (2001) e Iona et al. (2007) estudaram as questões das LLF excedentes de capitais, de flexibilidade financeira, de implicações para as interações do financiamento das empresas e do investimento (Mura e Marchica, 2007; Arslan et al, 2008). Contudo, esses estudos não analisam o low leverage puzzle.

Devos et al. (2010) examinou a flexibilidade financeira e o fortalecimento da empresa como principal fator determinante da decisão da empresa não endividar. No entanto, o estudo não considerou teorias para o low leverage puzzle.

Relativamente às ZLF definem-se como tendo zero dívida de curto e longo prazo, num determinado ano. Além desta classificação "extrema", também as consideram com presença marginal na estrutura de capital, isto é, com um grau de endividamento de mercado inferior ou igual a 1%.

Strebulaev e Yang (2007) foram os primeiros a investigar as ZLF, mas não conseguiram encontrar uma explicação plausível para a sua observação empírica. As conclusões fizeram com que o “fenómeno de zero leverage” fosse um mistério.

O objetivo é explorar várias questões: em primeiro lugar, conhecer as características do zero leverage. Em segundo lugar, examinar os determinantes da decisão de usar o zero leverage. Em terceiro lugar, perceber o que desencadeia a mudança de uma política de endividamento low leverage para zero leverage.

Já o estudo de Dang (2011) analisa o “fenómeno” do conservadorismo financeiro, onde observa as empresas que adotam uma política de low leverage, sendo que as principais conclusões foram: As empresas financeiramente conservadoras (low leverage) seguem uma política financeira em forma de hierarquia (pecking order). Estas têm cash flows elevados, ao contrário das empresas mais endividadas. As LLF não esgotam todos os recursos internos nem

os cash flows internos antes da utilizarem os cash flows externos. Este resultado é consistente com Stafford (1999), que compara o comportamento de financiamento com grandes investimentos.

Seguidamente, o conservadorismo financeiro é, em grande parte, uma política financeira transitória. 70% das LLF abandonam a política financeira conservadora. Quase 50% das LLF aumentam substancialmente a influência da política depois de cinco anos. A grande maioria das empresas que não são conservadoras financeiramente (mais de 90%), nunca têm uma política de LLF.

Em terceiro lugar, as empresas conservadoras normalmente têm capacidade de endividamento, isto porque os cash flows são altos.

Quando os cash flows internos diminuem e/ou aumentam, as LLF criam uma política financeira conservadora, aumentando significativamente o endividamento de longo prazo. Assim, estas empresas utilizam os "stocks" na perda de financiamento interno e/ou para financiar aquisições e despesas de capital.

As empresas não conservadoras adotam uma política financeira low leverage quando as fontes de financiamento aumentam internamente e/ou quando há uma diminuição dos gastos discricionários. Esta terceira constatação une a estrutura de capital e cash flows num esforço que irá produzir provas acerca de como é que as empresas escolhem as políticas financeiras.

Em quarto lugar, o conservadorismo financeiro não é um fenómeno de indústria. Na análise dos cheques percebe-se que controlam a indústria de várias formas. Há duas características que são importantes e que estão relacionadas com as oportunidades de investimento de uma empresa e com as características da indústria. Uma delas é a relação inversa entre endividamento e market-to-book (por exemplo Smith e Watts (1992) e Jung et al., (1996)). As LLF têm cash flow elevados, e aparentam falta de assimetrias de informações, o que sugere que os

índices de market-to-book sejam altos. A forte presença em setores "sensíveis" é consistente com Titman e Wessels (1988).

Por último, as LLF não parecem ter taxas de imposto baixas, ou elevados benefícios fiscais não relacionados com dívida. A partir destes resultados vê-se que os fatores fiscais não são importantes nas decisões de estrutura de capital.

Antes da investigação de MacKie e Mason (1990) e Graham (1996), foram fornecidas evidências de que os impostos desempenham um papel importante. Assim, concluem que as considerações fiscais não são fator primordial para a decisão de adotar uma política financeira low leverage.

Pelo menos duas teorias dizem que as oportunidades de investimento de uma empresa são afetadas, tenha ela ou não uma política low leverage. Ambas as teorias preveem que as empresas cujo valor é predominantemente composto por oportunidades futuras de crescimento vão adotar mais políticas financeiras conservadoras (low leverage). Myers (1984) argumenta que a dívida cria o subinvestimento potencial quando os obrigacionistas e acionistas estão em conflito sobre o exercício das opções reais. Jensen (1986) argumenta que a dívida de gestores de empresas com muito cash flow e oportunidades de crescimento limitadas, forçam o free cash flow. Seguindo esta lógica, as LLF financiadas deverão ter oportunidades de crescimento. Caso estas sejam fracas, e os free cash flow o permitam, serão altamente endividadas.

De acordo com Devos (2010), as três hipóteses fazem previsões diferentes sobre as características das empresas de zero leverage. A explicação sugere que os gestores devem evitar pressões de desempenho resultantes de mecanismos de gestão, e escolher uma política que não obrigue a empresa a gastar dinheiro. Estes protegem o capital humano por reter grandes quantias de dinheiro.

A hipótese sugere que essas empresas têm oportunidades de crescimento elevadas, desde que preservem a flexibilidade, sendo o mais valioso para elas. A

explicação das restrições de crédito prevê que as empresas sem dívida possam ter benefícios fiscais, sem terem acesso aos mercados de dívida pública. Assim, serão uma empresa jovem que não tem rating de crédito, e com investimentos atuais menores.

Goldstein, Ju e Leland (2001), Ju et al. (2005) e Strebulaev (2007) explicam o enigma de low leverage, considerando a estrutura de capital dinâmica e os benefícios fiscais não-lineares. Strebulaev (2007) mostra que na dinâmica dos modelos de estrutura de capital, têm mais endividamento em comparação com os pontos de refinanciamento. Na observação de Graham (2003), as empresas com pouca dívida não são as que se poderiam pensar que teriam custos elevados.

Todos estes estudos defendem que os modelos podem criar níveis de endividamento mais baixos, o que explica o endividamento das empresas.

Hackbarth e Mauer (2012) encontraram graus de endividamento de 12% como resultado de excesso de dívida e dissolução da dinâmica da dívida. Estes modelos explicam a presença de ZLF na economia.

Em termos gerais, os resultados demonstram que estes modelos não permitem explicar a distribuição dos graus de endividamento. As LLF e ZLF estão, portanto, intimamente ligadas.

Relativamente à persistência de comportamentos de ZLF, a possibilidade de que a zero leverage não seja persistente é descartada, sendo que este resultado é consistente com o de que as empresas reestruturam o endividamento com pouca frequência (Leary e Roberts, 2005 e Strebulaev, 2007).

O endividamento das empresas é um fenómeno persistente, tal como defendem Lemmon et al. (2008). Existe uma diferença estatisticamente significativa na persistência entre as economias reais e aleatórias.

DeAngelo e Roll (2012) encontram evidências de que, embora a estabilidade da estrutura de capital seja um fenômeno pouco frequente, os endividamentos estáveis estão, na sua maioria, concentrados nas LLF.

Em síntese, as empresas ZLF parecem ser mais persistentes do que as empresas com outros graus de endividamento.

## Capítulo 3. Caracterização da Amostra

### 3.1. Breve análise do Setor do Calçado

Em 2014 o bom desempenho da indústria nacional do calçado manteve-se desde os últimos anos. Nos anos anteriores a mesma esteve em contraciclo relativamente ao desempenho da economia portuguesa, já que a produção e o emprego setoriais continuavam a aumentar e as exportações voltavam a atingir máximos históricos, em que o preço médio de exportação foi o segundo mais elevado a nível mundial.

Desde 2010, as indústrias dos componentes para calçado e artigos de pele continuam a recrutar. Só nos últimos quatro anos, os seus níveis de emprego cresceram 21% e 28%, respetivamente.

Depois de três anos consecutivos de contração, o consumo de calçado no nosso país ultrapassou 52 milhões de pares, o que permite antecipar um desempenho satisfatório no mercado nacional.

Em 2014, a economia portuguesa acompanhou a tendência Europeia, e registou sinais de recuperação económica. Esse ano foi ainda marcado pelo término da intervenção externa na economia portuguesa, não significando que os desequilíbrios macroeconómicos fossem ultrapassados. Nesse 2014 registou-se crescimento económico positivo de 0,9%, algo que não acontecia desde 2010.

Ainda nesse ano, a produção da indústria portuguesa de calçado alcançou o nível mais alto da história Portuguesa, ultrapassando os 75 milhões de pares na produção anual, que foi o número mais alto da última década.

Em 2014 a nossa indústria continuou a crescer, passando a ter 1430 empresas para e 892 trabalhadores.

Relativamente aos materiais, tradicionalmente o couro é a matéria-prima que a indústria portuguesa mais utiliza. Apesar de não ser a única, até porque os têxteis e plástico aumentaram um pouco no que se refere à sua importância na produção nacional, o couro é o material mais adequado para a estratégia que o nosso mercado utiliza, sendo que em 2014, 91% (em valor) do calçado vendido pela indústria portuguesa continha este material e 82% (em volume) era produzido com este material.

A utilização do couro serve também para fazer com que a nossa indústria se posicione em segmentos de elevado valor acrescentado a nível internacional.

Em 2014, cerca de 98% da produção da indústria portuguesa de calçado serviu para exportação. O valor mínimo registado foi de 86%, em 2004, e o valor máximo foi de 102% em 2002.

Ao longo dos anos, a indústria do calçado tem tido um papel fundamental no que se refere às contas externas portuguesas. Mais recentemente esta tendência tem-se confirmado, com a indústria a assumir-se como uma das principais exportadoras nacionais, alcançando uma quota de 3,9% das exportações portuguesas em 2014, algo que tem contribuído muito positivamente para os saldos comerciais nacionais.

Os países que mais contribuem para as exportações de calçado Português são França, Alemanha, Holanda, Espanha e Reino Unido, absorvendo mais de 70% das mesmas (72% em valor, 71% em quantidade).

O saldo comercial positivo da indústria de calçado tem como base, essencialmente, dois tipos de produto: o calçado para senhora e o calçado para homem, em que o primeiro teve um excedente de 721 milhões em 2014 e o segundo 560 milhões no mesmo ano.

A reputação de Portugal devido à qualidade do seu calçado é hoje um ativo extremamente precioso para o país.

### 3.2. Caracterização dos Dados

**Tabela 2 - Médias para o período 2006-2015 de medianas de indicadores económico-financeiros do setor da fabricação do calçado**

<b>Crescimento e dimensão</b>	<b>TODAS</b>	<b>ZLF</b>	<b>LLF</b>	<b>OUTRAS</b>
Volume de negócios (milhares de euros)	1 380	1 608	966	1 919
Crescimento do volume de negócios	8,6%	3,6%	7,0%	8,4%
Capital investido (milhares de euros)	546	829	359	650
Crescimento do capital investido	11,3%	7,5%	14,5%	11,2%
Crescimento do EBITDA	5,0%	6,3%	8,2%	6,2%
Crescimento do resultado líquido	1,4%	0,3%	2,6%	0,7%
<b>Análise integrada da rentabilidade</b>	<b>TODAS</b>	<b>ZLF</b>	<b>LLF</b>	<b>OUTRAS</b>
Rentabilidade operacional volume de negócios	3,9%	5,4%	5,4%	3,4%
Grau de rotação do ativo	278,4%	198,1%	285,6%	285,8%
Rentabilidade operacional do capital investido	11,3%	13,2%	17,6%	9,7%
Efeito alavanca financeira	102,9%	97,9%	97,9%	114,6%
Rentabilidade do capital próprio	9,8%	10,5%	13,0%	8,8%
<b>Endividamento</b>	<b>TODAS</b>	<b>ZLF</b>	<b>LLF</b>	<b>OUTRAS</b>
Grau de autonomia financeira (endividamento)	75,8%	100,0%	98,6%	56,6%
Grau de autonomia financeira (passivo)	37,3%	70,6%	53,2%	29,1%
Grau de cobertura dos gastos de financiamento	6,0	244,5	26,5	3,5
<b>Outros Indicadores</b>	<b>TODAS</b>	<b>ZLF</b>	<b>LLF</b>	<b>OUTRAS</b>
Peso do CCCD no volume de negócios	16,9%	19,4%	14,2%	17,7%
Peso do ativo fixo no volume de negócios	11,5%	8,6%	9,6%	13,3%
Número de efetivos	31,0	41,8	25,3	37,3
Proporção de volume de negócios no mercado externo	37,5%	43,4%	21,9%	46,2%
Custo unitário médio do trabalho (milhares de euros)	11,1	11,2	11,1	11,0
Peso das amortizações e depreciações no ativo fixo	25,5%	29,7%	30,7%	22,0%
<b>Cash flow</b>	<b>TODAS</b>	<b>ZLF</b>	<b>LLF</b>	<b>OUTRAS</b>
Peso do CFO no volume de negócios	5,9%	6,9%	7,2%	5,3%
Peso do autofinanciamento no volume de negócios	4,3%	5,6%	5,4%	3,5%
Peso do investimento em ativo fixo no volume de negócios	2,3%	1,6%	2,1%	2,5%

Nesta secção será feita a caracterização dos dados da amostra. Começamos com uma tabela (que se encontra acima) com diversos indicadores económico-financeiros do setor da fabricação do calçado, seguindo-se a tabela do endividamento médio e, por fim, a tabela da matriz de transições para ZLF.

Após a análise da tabela (que se encontra acima) podem retirar-se as seguintes conclusões: no que se refere ao “crescimento e dimensão”, a dimensão em termos de volume de negócios é maior no caso das empresas endividadas, seguindo-se as ZLF. Mas, em termos de número de efetivos e capital investido, as ZLF são as empresas de maior dimensão. Estas últimas apresentam os valores mais reduzidos para o crescimento médio do volume de negócios, do capital investido e do resultado líquido. O crescimento do EBITDA, é muito semelhante para todos os grupos.

No que diz respeito à “análise integrada da rendibilidade”, pode verificar-se que as ZLF apresentam maior margem (esta tende a diminuir com o acréscimo do endividamento), e menor rotação do que todas as restantes empresas. As empresas menos endividadas apresentam maior rendibilidade, sendo que as empresas mais endividadas apresentam, obviamente, maior efeito de alavanca financeira. É significativa a conclusão de que, as empresas menos endividadas (ZLF e LLF), apresentam maior rendibilidade do capital próprio, do que as outras.

Para os indicadores de estrutura de capital, o peso do endividamento e do passivo estão positiva e negativamente correlacionadas com o peso do endividamento na demonstração do resultado, ou seja, as ZLF e as LLF apresentam valores superiores para o grau de cobertura dos gastos de financiamento.

Os “outros indicadores” indicam que não há uma relação clara com o endividamento. Por outro lado, o peso do ativo fixo no volume de negócios cresce

com o endividamento, dando pertinência à motivação da tangibilidade. As empresas mais e menos endividadas apresentam maior peso de exportações. Já as empresas mais endividadas apresentam menor peso das A&D no ativo fixo, mas esse facto não dá pertinência aos benefícios fiscais não financeiros porque estas empresas apresentam também maior capital investido.

Por fim, no “cash flow”, as empresas mais endividadas apresentam menor capacidade para gerar cash flow operacional (CFO) e autofinanciamento, e efetuam mais investimento em ativo fixo do que as restantes. O peso do CFO no volume de negócios é superior nas LLF.

A análise da evolução no tempo para as diferentes amostras das variáveis em análise no capítulo 5 encontram-se no anexo 9.

Pela análise da tabela (que se encontra abaixo) do peso do endividamento médio, é possível retirar algumas conclusões: o número de observações foi maior quando o peso do endividamento estava entre 30% e 50% e entre 50% e 70%, e menor quando se encontrava entre 10% e 15% e no maior que 70%. Relativamente à proporção, foi maior, novamente, quando o peso do endividamento estava entre 30% e 50% e entre 50% e 70%, e menor quando estava entre 15% e 20% e no maior que 70%.

No que respeita ao intervalo de tempo entre 2006 e 2015, as ZLF tiveram os valores maiores entre os anos de 2006, com 111, 2007 com 120 e 2008 com 121. Já as menores foram registadas nos anos de 2011 com 97, 2012 com 97 e 2015 com 94.

Para as LLF, os valores maiores registaram-se em 2012, 2013 e 2015, sendo eles 56, 56 e 57, e os valores menores ocorreram entre 2007, com 30, 2008 com 33, e 2009 com 36.

**Tabela 3 – Peso do endividamento médio**

<b>Peso do endividamento médio</b>	<b>Número de observações</b>	<b>Proporção</b>	<b>Acumulado</b>
Menor ou igual a 1%	40	9,3%	9,3%
Entre 1% e 5%	35	8,2%	17,5%
Entre 5% e 10%	37	8,6%	26,1%
Entre 10% e 15%	32	7,5%	33,6%
Entre 15% e 20%	33	7,7%	41,3%
Entre 20% e 30%	63	14,7%	55,9%
Entre 30% e 50%	113	26,3%	82,3%
Entre 50% e 70%	67	15,6%	97,9%
Maior do que 70%	9	2,1%	100,0%
<b>TOTAL</b>	<b>429</b>	<b>100,0%</b>	

	<b>ZLF (<math>\leq 1\%</math>)</b>	<b>LLF (<math>\leq 10\%</math>)</b>
2015	94	57
2014	101	47
2013	105	56
2012	97	56
2011	97	42
2010	99	43
2009	109	36
2008	121	33
2007	120	30
2006	111	35
<b>Média</b>	<b>105</b>	<b>44</b>

Assim, as ZLF parecem ser um estado transitório para a maior parte das empresas, porque a média é muito distinta dos valores individuais

Os escassos números acima de 70% podem ser motivados pelo enviesamento causado pelo critério de dados disponíveis para os 10 anos ("survivorship bias").

**Tabela 4 - Matriz de transições para ZLF (1106 observações)**

Situação inicial	Situação final		
	ZLF	LLF	Outras
ZLF	729	116	94
LLF	116	-	-
Outras	51	-	-
Situação inicial	Situação final		
	ZLF	LLF	Outras
ZLF	65,9%	10,5%	8,5%
LLF	10,5%	-	-
Outras	4,6%	-	-

Relativamente à tabela 4 (que se encontra acima) pode dizer-se, a título de exemplo, que 65,9% das observações mostram que as ZLF continuam com o mesmo estatuto de um ano para o outro, enquanto que 10,5% das observações de ZLF tornam-se LLF, e 8,5% tornam-se empresas com outros pesos de endividamento. Curiosamente também 10,5% dos casos mostram que as LLF se tornam ZLF e 4,6% dos casos resultam de empresas com peso de endividamento superior a 20% que se tornam ZLF.

Para concluir, as percentagens das ZLF que mais se tornam LLF são as mesmas das LLF que se tornam ZLF.

## Capítulo 4. Questão de Investigação e Metodologia

Neste capítulo discute-se a questão de investigação que passa por compreender as decisões de financiamento do sector de fabricação do calçado, em particular, as motivações que conduzem à reduzida (ou mesmo ausência) de endividamento em muitas empresas do setor, e procurar encontrar evidências da aplicação de dois modelos teóricos considerados como mais importantes: o modelo de trade-off, que identifica as vantagens e desvantagens marginais da utilização do endividamento como determinantes da estrutura de capital, e o modelo da pecking order, que considera que as decisões de financiamento são tomadas sem referência ao stock inicial de capital. Estes modelos teóricos são considerados por Myers (1984) e Fama e French (2002), entre muitos outros.

Para isso é necessário procurar diferenças entre as Zero Leverage Firms (ZLF), Low Leverage Firms (LLF) e as Outras empresas, em termos de financiamento e teorias de financiamento através de uma metodologia quantitativa univariada baseada em testes de diferenças de médias (teste T-Student) e análises de correlações entre as variáveis.

A questão acerca da estrutura de capital que ainda foi pouco estudada está relacionada com o facto de que, aparentemente, muitas empresas têm um peso de endividamento menor do que seria de esperar, tendo em conta os modelos encontrados na literatura (Minton e Wruck, 1991; Strebulaev e Yang, 2007). Assim, pretende-se analisar esta possibilidade, e encontrar confirmação empírica para as empresas em estudo, no caso as empresas portuguesas do setor de fabricação do calçado.

De forma a verificar as decisões de endividamento do sector de fabricação do calçado português das empresas sem dívida (ZLF) e com dívida reduzida (LLF), analisamos as diferenças que estas empresas apresentavam em termos de vários factores a referir em seguida.

Autores como Titman e Wessels (1988) consideraram as variáveis estatisticamente significativas, encontrando evidências estatísticas para os factores rendibilidade e dimensão. Por outro lado, Rajan e Zingales (1995) perceberam que a dimensão, tangibilidade, crescimento e rendibilidade são estatisticamente significativos. Assim, o modelo considera a dimensão, crescimento, risco, rendibilidade, benefícios fiscais não financeiros, taxa efetiva de imposto e tangibilidade.

As variáveis explicativas acima mencionadas têm uma medida de referência (ver tabela 7 dos Anexos). A dimensão é medida pelas vendas e o autor que a estudou foi Smith e Watts (1992), a tangibilidade é medida pelo peso do ativo fixo no ativo e os autores foram Titman e Wessels (1988) e Serrasqueiro-Caetano, (2013), a rendibilidade pelo rácio EBIT/ativo e estudada por Marsh (1982), Shyam-Sunder e Myers (1999) e Fama e French (2002), os benefícios fiscais não financeiros pelo peso das A&D no ativo, e por Titman e Wessels (1988) e Serrasqueiro-Caetano (2013), a taxa efetiva de imposto pelo rácio imposto sobre o rendimento face ao resultado antes de imposto, e novamente estudada por Titman e Wessels (1988) e Serrasqueiro-Caetano (2013), o risco do negócio pela taxa de variação do EBIT, e estudado por Serrasqueiro-Caetano (2013), e, por fim, as oportunidades de crescimento são medidas pelo crescimento médio das vendas e foram estudadas por Shyam-Sunder e Myers (1999).

Estas variáveis pretendem explicar uma variável, a variável explicada, que é o peso de endividamento que foi estudado por Shyam-Sunder e Myers (1999) e Hovakimian et al. (2001). O peso do endividamento é medido pelo peso de endividamento no ativo.

## Capítulo 5. Análise dos Resultados

No presente capítulo iremos analisar e discutir os resultados que obtivemos tendo por base o modelo apresentado no capítulo anterior. Começaremos pela análise da tabela 5, e respetivas conclusões, seguidamente pela análise estatística e, por fim, os resultados obtidos.

Para a tabela 5 foi feito um teste com o de T-student de modo a compararmos as amostras. O objetivo deste teste é verificar se existem diferenças entre a média de uma amostra e a média populacional. Quanto maior for o valor do teste t, mais confiança teremos em rejeitar a hipótese nula, ou seja, mais certeza temos em afirmar a média de uma amostra não é igual à média das outras amostras. Note-se que o sinal de significância estatística fica relacionado com o peso do endividamento.

**Tabela 5 – Relação entre as variáveis explicativas para ZLF, LLF e Outras empresas, e testes de diferenças**

Variáveis	“Zero leveraged firms”	“Low leveraged firms”	Diferença		
			t	p	Signif
Endividamento	0,00%	1,61%	3,569	0,003	(+) ***
Dimensão	1.636,6	994,1	6,937	0,000	(-) ***
Crescimento	1,89%	11,60%	1,026	0,322	
Risco	7,34%	7,15%	0,013	0,990	
Rendibilidade	13,21%	17,59%	2,975	0,008	(+) ***
Benefícios fiscais não financeiros	5,68%	7,78%	2,472	0,025	(+) **
Taxa efetiva de imposto	22,16%	22,84%	0,343	0,736	
Tangibilidade	18,84%	25,37%	3,229	0,005	(+) ***

Após a análise desta primeira tabela (que se encontra acima) pode perceber-se que a relação entre ZLF e LLF é a de que o recurso ao endividamento é positivamente significativo no que se refere à rendibilidade, tangibilidade e

benefícios fiscais não financeiros e negativamente significativa no caso da dimensão. As restantes variáveis não revelam associação estatística significativa.

**Tabela 5 – Relação entre as variáveis explicativas para ZLF, LLF e Outras empresas, e testes de diferenças**

Variáveis	“Zero leveraged firms”	“Outras empresas”	Diferença		
			t	p	Signif
Endividamento	0,00%	43,42%	48,27	0,000	(+) ***
Dimensão	1.636,6	1.992,2	2,359	0,031	(+) **
Crescimento	1,89%	8,75%	1,458	0,167	
Risco	7,34%	5,95%	0,114	0,911	
Rendibilidade	13,21%	9,54%	4,783	0,000	(-) ***
Benefícios fiscais não financeiros	5,68%	8,57%	2,669	0,017	(+) **
Taxa efetiva de imposto	22,16%	24,91%	1,825	0,086	(+) *
Tangibilidade	18,84%	39,31%	7,640	0,000	(+) ***

Já neste caso, entre as ZLF e Outras empresas, a associação estatística entre peso do endividamento é significativa e positiva no caso da dimensão, benefícios fiscais não financeiros, taxa efetiva de imposto e tangibilidade, e apenas negativa na rendibilidade. As restantes variáveis não revelam associação estatística significativa.

Comparando as duas tabelas através dos resultados condensados na tabela abaixo, percebe-se que a relação com o peso do endividamento é maioritariamente positiva, existindo variáveis explicativas sem relação estatística significativa, como é o caso do crescimento e risco.

A relação sempre positiva para todos os pesos de endividamento ocorre para a tangibilidade e dos benefícios fiscais não financeiros. Positiva também é a relação entre ZLF-Outras e a dimensão. Já entre as ZLF-LLF verifica-se como negativa. No caso da rendibilidade, a relação é positiva para ZLF-LLF e negativa para ZLF-Outras.

Por fim, a taxa efetiva de imposto é positiva para as ZLF-Outras e não tem sinal na ZLF-LLF.

Variáveis	ZLF-LLF	ZLF-Outras
Dimensão	-	+
Crescimento		
Risco		
Rendibilidade	+	-
Benefícios fiscais não financeiros	+	+
Taxa efetiva de imposto		+
Tangibilidade	+	+

Em síntese, existe uma relação positiva clara entre endividamento, benefícios fiscais não financeiros e tangibilidade. As restantes relações não são estatisticamente significativas, ou não apresentam resultados robustos nas comparações das duas sub-amostras.

**Tabela 6 – Relação entre as variáveis explicativas para ZLF-LLF e ZLF-Outras**

Variáveis	ZLF-LLF	ZLF-Outras
Dimensão	Nenhuma	Ambas
Crescimento		
Risco		
Rendibilidade	Trade-off	Pecking order
Benefícios fiscais não financeiros	Nenhuma	Nenhuma
Taxa efetiva de imposto		Trade-off
Tangibilidade	Trade-off	Trade-off

As principais conclusões que se podem retirar após a análise das tabelas são as seguintes: segundo a relação entre endividamento e rendibilidade, o comportamento das ZLF-LLF, ou seja, o recurso nulo em detrimento da reduzida utilização de endividamento, é explicado pelo modelo trade-off. O trade-off explica também a relação entre endividamento e tangibilidade, para as ZLF-LLF mas falha na associação entre endividamento e benefícios fiscais não financeiros.

Há que referir que a ligação entre endividamento e tangibilidade é transversal a ambas as análises. Já no que se refere ao crescimento e risco de negócio, estes não parecem estar correlacionados com o endividamento, nem explicam o comportamento das ZLF ou das LLF.

Por outro lado, a taxa de imposto é uma determinante fraca das decisões de endividamento das empresas com maior peso da dívida, e é explicada pelo modelo trade-off, no caso das ZLF-Outras.

Para terminar, os benefícios fiscais não financeiros aparentam ter uma relação com o endividamento que é contrária à sugerida pelo modelo trade-off.

Isto significa que os modelos do trade-off e pecking order podem constituir o enquadramento teórico subjacente às decisões empresariais sobre o endividamento num ponto de vista complementar, na linha das conclusões de Serrasqueiro e Caetano (2013) para outras amostras de empresas nacionais não cotadas.

No que diz respeito à tabela 8 da matriz de coeficientes de correlação (ver tabela abaixo), os principais resultados, considerando todas as observações da amostra, foram os seguintes: em primeiro lugar, a dimensão tem uma correlação positiva elevada com o peso do endividamento, o que sugere suporte a ambas as teorias. A rentabilidade tem uma correlação negativa elevada com o peso do endividamento, o que suporta a teoria da pecking order. Por fim, a tangibilidade tem uma correlação positiva elevada com o peso do endividamento, o que sugere suporte ao argumento da tangibilidade no contexto da teoria do trade-off.

Por outro lado, pode observar-se que a associação entre o endividamento e o crescimento do volume de negócios (positiva) e o crescimento do EBITDA (negativa) não são rejeitadas estatisticamente. Assim, se por um lado o crescimento e o risco doo negócio não eram variáveis significativas na análise anterior, desta vez permitem algum suporte à teoria da pecking order pela

relação estatística significativa e positiva do crescimento, e suporte à teoria da trade-off pela relação estatística negativa significativa do risco do negócio. A taxa efetiva de imposto e os benefícios fiscais extra-financeiros são outras variáveis que também são maioritariamente significativas em relação a todas as outras variáveis. O primeiro caso confirma o modelo de trade-off enquanto que o segundo caso uma vez mais não o suporta, antes o contradiz. No entanto, os resultados que mais desapontam são a não significância estatística da correlação entre tangibilidade (ao contrário da análise anterior) e rendibilidade (tal como na análise anterior) com o peso do endividamento.

**Tabela 8 - Matriz de coeficiente de correlação**

		Peso do endividamento	Volume de negócios (milhares de euros)	Crescimento do volume de negócios	Crescimento do EBITDA	Rendibilidade operacional do capital investido	Peso das amortizações e depreciações no ativo	Taxa efetiva de imposto	Peso do ativo fixo no ativo
Peso do endividamento	R H0 (5%)	1, rejeitado							
Volume de negócios (milhares de euros)	R H0 (5%)	0,60914 rejeitado	1, rejeitado						
Crescimento do volume de negócios	R H0 (5%)	0,0981 aceito	-0,07772 aceito	1, rejeitado					
Crescimento do EBITDA	R H0 (5%)	-0,03148 aceito	-0,01812 aceito	0,04688 aceito	1, rejeitado				
Rendibilidade operacional do capital investido	R H0 (5%)	-0,64283 rejeitado	-0,70102 rejeitado	0,04502 aceito	0,37259 rejeitado	1, rejeitado			
Peso das amortizações e depreciações no ativo	R H0 (5%)	0,26015 aceito	-0,45893 rejeitado	0,23042 aceito	0,01541 aceito	0,22149 aceito	1, rejeitado		
Taxa efetiva de imposto	R H0 (5%)	0,22888 aceito	0,13474 aceito	-0,13687 aceito	0,04094 aceito	-0,18159 aceito	0,11133 aceito	1, rejeitado	
Peso do ativo fixo no ativo	R H0 (5%)	0,78464 rejeitado	0,09655 aceito	0,21641 aceito	0,0304 aceito	-0,22229 aceito	0,78603 rejeitado	0,2349 aceito	1, rejeitado

Em síntese, a matriz de coeficientes de correlação não permite retirar conclusões robustas com a diferença de médias sobre a aplicação das teorias da estrutura de capital analisadas ao peso do endividamento no setor da fabricação

do calçado, na medida em que não confirma algumas conclusões importantes da análise anterior, e confirma a não significância estatística daquela que seria a relação mais importante, ou seja, a relação entre endividamento e rentabilidade.

## Capítulo 6. Conclusão

O presente trabalho estudou a decisão de endividamento no sector da fabricação do calçado no período de 2006 a 2015, tendo sido feita uma análise das empresas sem dívida (até 1%, em média), com dívida reduzida (até 10%, em média) e com mais de 20% de dívida.

Foram, assim, analisadas teorias da estrutura de capital como o Trade Off e Pecking Order, e a sua aplicação na explicação dos fenómenos do Zero Leverage Firms puzzle e do Low Leverage puzzle. Os fatores considerados como determinantes da escolha das empresas entre dívida e capital próprio, foram a dimensão, a tangibilidade, a rendibilidade, o crescimento, os benefícios fiscais não financeiros, o risco e a inovação (Titman e Wessels, 1988; Rajan e Zingales, 1995).

Tendo como base a análise das diversas tabelas apresentadas, pudemos perceber que o número de empresas endividadas é muito superior ao das não endividadas, e que existem mais empresas a passar de ZLF para LLF do que LLF para outras, sugerindo alguma persistência no estatuto das empresas no nosso estudo.

Outra das constatações que pudemos fazer foi que, possivelmente, as empresas do sector de fabricação do calçado optam por não se endividar devido à sua reduzida tangibilidade e de alguma forma com a sua menor taxa efetiva de imposto, o que suporta a teoria do trade-off. Percebemos assim que, provavelmente, a reduzida tangibilidade é o facto que tem maior peso para as empresas, sejam elas ZLF, LLF ou outras, confere algum suporte à teoria do trade-off porque é o único resultado transversal a todas as análises das várias empresas. No entanto, este resultado não é confirmado pela análise de correlação.

Como verificamos, a rendibilidade, o crescimento e risco não parecem estar relacionados com o endividamento, nem parecem explicar o comportamento das ZLF ou das LLF, sendo que as últimas parecem investir mais do que as ZLF, conservadoras por natureza.

De modo geral, os resultados parecem indicar que a teoria do trade-off é mais consistente para explicar o endividamento das empresas do setor de fabricação do calçado português. A tangibilidade foi a variável mais significativa e positivamente relacionada com o endividamento, o que demonstra que as empresas com maior peso do ativo fixo no ativo são mais endividadas.

Relativamente às limitações para o estudo, podemos dizer que a não utilização do método de análise multivariado, por exemplo, pode ser considerada como tal. Outra limitação passa por não se terem testado outros modelos de estrutura de capital.

Para terminar, as pistas para investigação futura passariam por ultrapassar as limitações deste trabalho, aplicando a análise noutros contextos, noutros sectores de atividade e analisando outros países. Outra pista teria a ver com o papel de outros modelos da estrutura de capital nas decisões de financiamento de empresas não cotadas, e na explicação dos “fenómenos” do zero leverage e low leverage.

## Bibliografia

Arslan, O., Florackis, C. & Ozkan, A. 2008. *How and Why Do Firms Establish Financial Flexibility*. Working Paper. Hull University Business School.

Barclay, M. J. & Smith, C.W. Jr. 1995. The maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*, 50: 609-631.

Berger, P., Ofek, E. & Yermack, D. 1997. Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The Journal of Finance*, 52: 1411–1438.

Bradley, M., Jarrell, G.A. & Kim, E. H. 1984. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. *The Journal of Finance*, 39: 857-877.

Brown, J., Fazzari, S. & Petersen B. 2009. 'Financing Innovation and Growth: Cash Flow, External Equity and the 1990s R&D Boom'. *Journal of Finance*, 64: 151-185.

CEGEA e Universidade Católica Portuguesa – Porto. 2013. Plano Estratégico Cluser do Calçado. *Footure 2020*.

Childs, P. D., Mauer, D. C. & Ott, S. H. 2005. Interactions of corporate financing and investment decisions: The effects of agency conflicts. *The Journal of Financial Economics*, 76: 667-690.

Dang, V. 2011. *An empirical analysis of zero-leverage firms: evidence from the UK*. Unpublished working paper. University of Manchester, Manchester Business School, Manchester, England.

DeAngelo, H. & DeAngelo, L. 2007. *Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility*. Working Paper. University of Southern California.

DeAngelo, H. & Masulis, R. 1980. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *The Journal of Financial Economics*, 8: 3–29.

DeAngelo, H. & Roll, R. 2012. *How stable are corporate capital structures?* Unpublished working paper. University of Southern California, Marshall School of Business, Los Angeles, CA.

Devos, E., Dhillon, U., Jagannathan, M. & Krishnamurthy, S. 2010. *Does Managerial Entrenchment Explain the "Low Leverage" Puzzle? Evidence from Zero-Debt Firms and Debt Initiations.* Working Paper. University of Texas – El Paso and Binghamton University.

Donaldson, C. 1961. *Corporate debt capacity.* Harvard University.

Fama, E.F. & French, K.R. 2001. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 60: 3-43.

Fama, E.F. & French, K.R. 2002. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt, *Review of Financial Studies*, 15: 1-33.

Faulkender, M. & Petersen, M.A. 2006. Does the Source of Capital Affect Capital Structure? *Review of Financial Studies*, 19: 45-79.

Fischer, E.O., Heikel, R. & Zechner, J. 1989. Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. *The Journal of Finance*, 44: 19-40.

Gamba, A. & Triantis, A.J. 2008. The Value of Financial Flexibility. *The Journal of Finance*, 63: 2263-2296.

Goldstein, R., Ju. N. & Leland, H.E. 2001. An EBIT-Based Model of Dynamic Capital Structure. *Journal of Business*, 74: 483-512.

Graham, J.R. 1996. Debt and the marginal tax rate. *The Journal of Finance Economic*, 41: 41-73.

Graham, J. R. 2000. How Big Are the Tax Benefits of Debt. *The Journal of Finance*, 55: 1901-1941.

Graham, J.R. 2003. Taxes and Corporate Finance: A Review. *Review of Financial Studies*, 16: 1074-1129.

Graham, J. R. & Harvey, C. R. 2001. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *The Journal of Financial Economics*, 60: 187-243.

Hackbarth, D. & Mauer, D. 2012. Optimal priority structure, capital structure, and investment. *Review of Financial Studies*, 25: 747-796.

Harris, M. & Raviv, A. 1991. The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46: 297-356.

Harford, J. 1999. Corporate Cash Reserves and Acquisition. *Journal of Finance*, 54: 1969-1997.

Hovakimian, A. & Opler, T. & Titman, S. 2001. Debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36: 1-24.

Iona, A. & Leonida, L. & Ozkan, A. 2007. *Determinants of Financial Conservatism: Evidence form Low-Leverage and Cash-Rich UK Firms*. Working Paper. University of York.

Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76: 323-329.

Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *The Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.

Jensen, M. & Smith, W. 1984. 'The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview'. New York: McGraw-Hill Inc., 2-20.

Ju, N., Parrino, R., Poteshman, A. & Weisbach, M.S. 2005. Horse and Rabbits? Optimal Dynamic Capital Structure from Shareholder and Manager Perspective. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40: 259-281.

Jung, K., Y. Kim, R. & Stulz. 1996. Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision. *Journal of Financial Economics*, 42: 159-185.

Kayhan, A. & Titman, S. 2007. Firms' histories and their capital structures. *The Journal of Financial Economics*, 83: 1- 32.

Kraus, A. & Litzenberger, R.H. 1973. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage, *Journal of Finance*, 33: 911-922.

Kurshev, A. & Strebulaev, I. 2012. *Firm size and capital structure*. Unpublished working paper. Stanford Graduate School of Business, Stanford, CA.

Lang, L.E., Ofek, E. & Stulz, R. 1996. Leverage, Investment and Firm Growth, *The Journal of Financial Economics*, 40: 3-29.

Leary, M.T. & Roberts, M.R. 2005. Do Firms Rebalance Their Capital Structures. *The Journal of Finance*, 60: 2575-2619.

Leland, H.E. 1994. Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*, 49: 1213-1252.

Leland, Hayne E., David H. & Pyle. 1977. "Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation". *The Journal of Finance*, 32: 371-378.

Lemmon, M.L., Roberts, M.R. & Zender, J.F. 2008. Back to the Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure. *The Journal of Finance*, 63: 1575-1608.

Mackie & Mason, J.K. 1990. Do taxes affect corporate financing decisions? *The Journal of Finance*, 45: 1471- 1493.

Marsh, P. 1982. The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study. *The Journal of Finance*, 37: 121-144.

Miller, M. H. 1977. Debt and taxes. *The Journal of Finance*, 32: 261-276.

Minton, B. A. & Wruck, K. H. 2001. *Financial Conservatism: Evidence on Capital Structure from Low Leverage Firms*. Working Paper. Ohio State University.

Modigliani, F. & Miller, M. H. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48: 261-297.

Modigliani, F. & Miller, M. H. 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Association*, 53: 433-443.

*Monografia Estatística* 2015. 2015. Calçado, Componentes e Artigos de Pele.

Morellec, E. 2004. Can Managerial Discretion Explain Observed Leverage Ratios? *Review of Financial Studies*, 17: 257-294.

Mura, R. & Marchica, M. 2007. *Financial Flexibility and Investment Decisions: Evidence from Low-Leverage Firms*. Working Paper. Manchester Business School.

Myers, S.C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *The Journal of Financial Economics*, 5: 145-175.

Myers, S.C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 34: 574-592.

Myers, S.C., & Majluf, N. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *The Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.

Opler, T. & Pinlowitz, L. & Stulz, R. & Williamson, R. 1999. *The Determinants and Implications for Corporate*.

Parsons, C. & Titman, S. 2009. 'Empirical Capital Structure: A Review'. *Foundations and Trends in Finance* 3:1, 1-93.

Rajan, R. G. & Zingales, L. 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50: 1421-1460.

Rodrigues, V. & Pacheco, L. 2014. A situação económico-financeira das empresas do cluster do calçado em 2010-2012. *Estudo CEGEA*, Católica Porto.

Ross, S. 1977. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8: 23-40.

Ross, S., Westerfield, R. & Jordan, B. 2012. *Fundamentals of Corporate Finance* (10th ed).

Safieddine, A. & Titman, S. 1999. Leverage and corporate performance: Evidence from unsuccessful takeovers. *The Journal of Finance*, 54: 547-580.

Serrasqueiro, Z. & Caetano, A. 2013. Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal, *Journal of Business Economics and Management*, 1-11.

Shyam-Sunder, L. & S.C. Myers. 1999. Testing Static Trade-Off against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51: 219-244.

Smith, C.W. & Watts, R.L. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *The Journal of Financial Economics*, 32: 263-292.

Stafford, E. 1999. *Managing financial policy evidence from the financing of extraordinary investments*. Working Paper. Harvard Business School.

Stiglitz, J.E. & Weiss, A. 1981. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 71: 393-410.

Strebulaev, I.A. 2007. Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say? *The Journal of Finance*, 62: 1747-1787.

Strebulaev, I.A. & Yang, B. 2007. *The Mystery of Zero-Leverage Firms*. Working Paper. Stanford University.

Stulz, R. 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. *The Journal of Financial Economics*, 26: 3-27.

Titman, S. & Wessels, R. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43: 1-19.

Yan, A. 2006. Leasing and Debt Financing: Substitutes or Complements. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41: 709-731.

## Apêndices

Tabela 7 - Relação esperada entre as variáveis explicativas e as medidas

<b>Variáveis explicativas</b>	<b>Medida</b>
Dimensão	Vendas
Tangibilidade	Peso do ativo fixo no ativo
Rendibilidade	Rácio EBIT/Ativo
Oportunidades de crescimento	Crescimento médio vendas
Taxa efetiva de imposto	Rácio IRC/Resultado antes de imposto
Benefícios fiscais não financeiros	Peso das A&D no ativo
Risco do negócio	Taxa de variação do EBIT
<b>Variáveis explicadas</b>	<b>Medida</b>
Peso do Endividamento	Peso do Endividamento no ativo

**Tabela 8 - Matriz de coeficiente de correlação**

		Peso do endividamento	Volume de negócios (milhares de euros)	Crescimento do volume de negócios	Crescimento do EBITDA	Rendibilidade operacional do capital investido	Peso das amortizações e depreciações no ativo	Taxa efetiva de imposto	Peso do ativo fixo no ativo
<b>Peso do endividamento</b>	R	1,							
	t								
	valor p								
	H0 (5%)								
<b>Volume de negócios (milhares de euros)</b>	R	0,60914	1,						
	t	4,47866							
	valor p	0,00008							
	H0 (5%)	rejeitado							
<b>Crescimento do volume de negócios</b>	R	0,0981	-0,07772	1,					
	t	0,57478	-0,45457						
	valor p	0,56922	0,65231						
	H0 (5%)	aceito	aceito						
<b>Crescimento do EBITDA</b>	R	-0,03148	-0,01812	0,04688	1,				
	t	-0,18362	-0,10566	0,27364					
	valor p	0,8554	0,91647	0,78601					
	H0 (5%)	aceito	aceito	aceito					
<b>Rendibilidade operacional do capital investido</b>	R	-0,64283	-0,70102	0,04502	0,37259	1,			
	t	-4,8933	-5,73181	0,26279	2,34113				
	valor p	0,00002	1,92116E-6	0,7943	0,02523				
	H0 (5%)	rejeitado	rejeitado	aceito	rejeitado				
<b>Peso das amortizações e depreciações no ativo</b>	R	0,26015	-0,45893	0,23042	0,01541	0,22149	1,		
	t	1,57105	-3,01191	1,38074	0,08984	1,32437			
	valor p	0,12543	0,00487	0,17637	0,92894	0,19421			
	H0 (5%)	aceito	rejeitado	aceito	aceito	aceito			
<b>Taxa efetiva de imposto</b>	R	0,22888	0,13474	-0,13687	0,04094	-0,18159	0,11133	1,	
	t	1,37098	0,79286	-0,80569	0,23893	-1,07671	0,65321		
	valor p	0,17936	0,43336	0,42602	0,8126	0,28919	0,51801		
	H0 (5%)	aceito	aceito	aceito	aceito	aceito	aceito		
<b>Peso do ativo fixo no ativo</b>	R	0,78464	0,09655	0,21641	0,0304	-0,22229	0,78603	0,2349	1,
	t	7,37991	0,56565	1,29248	0,17737	-1,32945	7,41404	1,40912	
	valor p	1,48346E-8	0,57535	0,20491	0,86027	0,19255	1,34446E-8	0,16788	
	H0 (5%)	rejeitado	aceito	aceito	aceito	aceito	rejeitado	aceito	



**Medianas de Indicadores****Setor Fabricação do calçado - Low leveraged firms****Número de empresas****72**

<b>Fabricação do calçado - Low leveraged firms</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>MÉDIA</b>
Peso do endividamento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,4%	2,3%	2,2%	1,1%	2,7%	2,8%	<b>1,4%</b>
Volume de negócios (milhares de euros)	709	695	649	776	962	1 099	1 146	1 102	1 269	1 249	<b>966</b>
Crescimento do volume de negócios		-1,9%	-6,7%	19,7%	23,9%	14,3%	4,3%	-3,8%	15,2%	-1,6%	<b>7,0%</b>
Crescimento do EBITDA		17,1%	39,0%	-23,6%	5,1%	12,0%	-16,2%	22,5%	27,2%	-8,8%	<b>8,2%</b>
Rendibilidade operacional do capital investido	17,6%	23,1%	23,6%	14,6%	16,9%	15,3%	15,5%	19,6%	18,3%	11,4%	<b>17,6%</b>
Peso das amortizações e depreciações no ativo	11,5%	10,1%	8,9%	8,4%	7,2%	8,1%	8,4%	6,3%	6,3%	6,3%	<b>8,2%</b>
Taxa efetiva de imposto	24,8%	19,9%	24,4%	18,5%	19,5%	22,9%	29,9%	22,3%	21,7%	26,5%	<b>23,0%</b>
Peso do ativo fixo no ativo	36,1%	31,1%	26,1%	24,6%	24,3%	26,9%	25,4%	23,0%	24,0%	22,9%	<b>26,5%</b>

**Medianas de Indicadores****Setor Fabricação do calçado - Outras empresas****Número de empresas****252**

<b>Fabricação do calçado - Outras empresas (GAF &lt; 80%)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>MÉDIA</b>
Peso do endividamento	42,3%	45,2%	45,5%	47,0%	46,7%	45,3%	41,1%	41,9%	39,8%	39,4%	<b>43,4%</b>
Volume de negócios (milhares de euros)	1 258	1 329	1 511	1 703	1 869	1 995	2 207	2 281	2 444	2 591	<b>1 919</b>
Crescimento do volume de negócios		5,7%	13,7%	12,7%	9,7%	6,8%	10,6%	3,3%	7,2%	6,0%	<b>8,4%</b>
Crescimento do EBITDA		8,2%	15,8%	-2,1%	-0,7%	9,1%	8,1%	10,2%	10,0%	-2,8%	<b>6,2%</b>
Rendibilidade operacional do capital investido	11,0%	11,3%	11,3%	9,6%	7,2%	8,5%	9,7%	10,2%	9,8%	8,3%	<b>9,7%</b>
Peso das amortizações e depreciações no ativo	14,2%	12,6%	12,1%	9,8%	7,5%	8,0%	7,8%	7,2%	6,1%	6,0%	<b>9,1%</b>
Taxa efetiva de imposto	26,3%	25,2%	29,2%	19,0%	24,5%	24,8%	31,0%	24,3%	22,6%	23,6%	<b>25,1%</b>
Peso do ativo fixo no ativo	51,7%	48,3%	49,4%	41,0%	37,2%	38,1%	36,2%	36,2%	33,3%	34,1%	<b>40,6%</b>