



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Estrutura de Capitais

Micro e Pequenas Empresas Setor Comercial

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

por

Daniela Dias Costa

sob orientação de
Professor Doutor Paulo Alves
Professor Doutor Manuel Ricardo Cunha

Universidade Católica Portuguesa
Porto, Janeiro 2015

Agradecimentos

Gostaria de agradecer a todas as pessoas que, ao longo do meu Mestrado de Auditoria e Fiscalidade me ajudaram, direta ou indiretamente, a cumprir mais esta etapa da minha formação académica.

Desta forma, deixo apenas algumas palavras em forma de agradecimento.

Aos orientadores, Professor Doutor Paulo Alves e Professor Doutor Ricardo Cunha pela disponibilidade, partilha de conhecimentos, esclarecimentos e conselhos na realização deste estudo.

Agradecimento ao Professor Doutor Ricardo Ribeiro igualmente pela disponibilidade sempre demonstrada, partilha dos seus conhecimentos, pela ajuda no tratamento de dados e na utilização do programa econométrico STATA.

Por fim, e nem por isso menos importante, quero agradecer à minha família por todo apoio e motivação demonstrados ao longo deste percurso, pois foram pilares desta caminhada.

Resumo

O estudo desenvolvido teve o principal objetivo de contribuir para a análise da estrutura de capitais nas micro e pequenas empresas comerciais portuguesas, e a sua comparação com as grandes empresas comerciais.

Para levar a cabo este estudo comparativo, testamos empiricamente alguns fatores determinantes do grau de endividamento: *Risco; Crescimento; Outros benefícios fiscais; Dimensão; Tangibilidade; Rendibilidade; Idade; Cash Flow.*

A metodologia utilizada tem por base estudos empíricos, nomeadamente o estudo de Rajan e Zingales (1995).

Os nossos resultados demonstram que nas micro e pequenas empresas comerciais, todos os fatores enunciados acima são determinantes do endividamento total. Tendo em conta o endividamento de médio e longo prazo, são determinantes os seguintes fatores: *Risco; Crescimento; Dimensão; Tangibilidade; Rendibilidade; Idade e Cash Flow.* Considerando a amostra das grandes empresas comerciais, são determinantes do endividamento total a *Rendibilidade.*

Palavras-chave: Endividamento; Estrutura de Capitais; Fatores Determinantes; Micro e Pequenas empresas; Setor Comércio

Abstract

The developed study had as main target the analysis of the capital structure of micro and small Portuguese retail firms, and its comparison with the large retail firms.

To carry out this comparative study we tested empirically some determinants of debt: risk, other benefits tax (OBF), dimension, tangibility, age and cash flow. The defined dependent variables were total debt and the medium and long term debt. The used methodology is based on previous empirical studies, in particular, Rajan and Zingales (1995).

From the results, we demonstrate that in micro and small business enterprises, all tested factors are determinants of the total debt. On the other hand, taking account to medium and long term debt, the determinants are: risk, dimension, tangibility, profitability, age and cash flow.

The sample of large commercial enterprises only profitability is determinant of total debt.

Keyword: Leverage, capital structure, determinants factors, micro and small enterprises, trade sector.

Índice

Conteúdo

Índice de Figuras.....	vii
Índice de Tabelas	viii
Introdução.....	1
1.1 Justificação do Tema e Motivações	1
A Estrutura de Capitais das PME.....	3
2.1 Características do Setor Comercial	5
2.2 Papel dos pequenos empresários nas Micro e Pequenas Empresas	6
2.3 Objetivos Principais do Estudo e Estrutura.....	6
Capítulo 3.....	8
Revisão de Literatura	8
3.1 Da Visão Tradicional a Modigliani e Miller.....	8
3.2 De Modigliani e Miller (MM) às Novas Teorias:	9
3.3 Teoria do Equilíbrio - Modelo <i>Trade-Off</i> e Teoria da Hierarquia das Escolhas	11
3.4 Teoria <i>Pecking Order</i> – Hierarquia das Escolhas.....	13
3.5 Determinantes de Estrutura de Capitais – Estudos Empíricos	13
O Modelo de Determinantes da Estrutura de Capitais.....	17
4.1 Determinantes da Estrutura de Capital.....	17
4.1.1 Rendibilidade.....	18
4.1.2 Dimensão.....	18
4.1.3 Risco de Negócio	19
4.1.4 Idade	20
4.1.5 Tangibilidade	20
4.1.6 <i>Cash Flows</i> e Crescimento	21
4.1.7 Outros Benefícios Fiscais.....	23
4.1.8 Variáveis Dummy	23
4.2 Amostra.....	25
4.3 O Rácio de Endividamento	26
4.5 Modelo Empírico	27

Capítulo 5.....	29
Resultados.....	29
5.1 Estatísticas Descritivas e Matriz de Correlações	29
5.2 Modelo de Regressão	32
Capítulo 6.....	38
Conclusão.....	38
Bibliografia.....	40

Índice de Figuras

Figura 1: Gráfico Teoría <i>Trade-Off</i>	12
---	----

Índice de Tabelas

Tabela 1: Variáveis Independentes.....	24
Tabela 2: Variáveis Dependentes.....	27
Tabela 3: Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes MPEC.....	28
Tabela 4: Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes Grandes Empresas Setor Comércio.....	29
Tabela 5: Correlação entre as variáveis amostra MPEC.....	30
Tabela 6: Correlação entre as variáveis amostra Grandes Empresas.....	31
Tabela 7: Resultados MPEC.....	32
Tabela 8: Resultados Grandes Empresas Comerciais.....	35

Siglas e Abreviaturas

MPEC - Micro e Pequenas Empresas Comerciais;

PME - Pequenas e Médias Empresas;

OBF - Outros Benefícios Fiscais;

End. T - Endividamento Total;

End. MLP - Endividamento Médio Longo Prazo;

EC - Estrutura de Capitais;

VN - Volume de Negócios;

MM - Modelo de Modigliani e Miller

Capítulo 1

Introdução

1.1 Justificação do Tema e Motivações

O Modelo de Modigliani e Miller (1958) apresenta a teoria pioneira que despertou para o estudo da estrutura de Capitais e o estudo das decisões tomadas pelas empresas relacionadas com os seus níveis de endividamento. Após Modigliani e Miller (1958), surgiram outras teorias, nomeadamente: Teoria *Trade-Off*; Teoria *Pecking Order*; Teoria de Agência de estrutura de Capitais e a Teoria de estrutura de Capitais baseado na Assimetria de Informação.

A teoria do modelo de Modigliani e Miller assume uma economia de mercado perfeito e concorrência perfeita em que as empresas não suportam impostos ou custos de financiamento e onde toda a informação está disponível sem custos. A generalidade da investigação que se seguiu focou-se em tentar preencher as lacunas que o modelo de Modigliani e Miller apresenta, uma vez que parte de um cenário hipotético, distante da economia real.

Ainda assim, não existe uma concordância entre os estudos, dada a complexidade e ambiguidade entre empresas e de quem toma as decisões. Fatores estes a ter em atenção que podem ter tanto influência positiva como negativa, entre outras questões.

No sentido de dar um contributo maior para o esclarecimento dos estudos que incidem sobre a estrutura de capitais, a escolha deste tema visa analisar a estrutura de capitais das Micro e Pequenas Empresas Comerciais Portuguesas

(MPEC) e das grandes empresas. Teve como objetivo primordial descrever quais os fatores que influenciam as decisões de financiamento, quais as preferências do gestores e/ou pequenos empresários acerca do recurso a financiamento.

Para este estudo, teremos como base a análise dos principais determinantes apontados por diversos estudos, nomeadamente dos autores Titman e Wessels (1988) e Rajan e Zingales (1995).

Capítulo 2

A Estrutura de Capitais das PME

As Micro e Pequenas empresas têm um papel fulcral na economia Portuguesa. Em 2008, a representação das PME no setor não financeiro em Portugal, era de 99,7%. Desagregando pelo tipo de empresa (Micro, Pequena e Média), as micro empresas representavam 86%. Com o período de crise económica que afetou o país, em 2012, esta representação diminuiu ligeiramente para os 95,9% do tecido empresarial de Portugal. (INE, 2012).

Em 2008, os capitais alheios constituíam a base do financiamento das sociedades, quer nas PME, quer nas empresas de grande dimensão. O rácio de endividamento de 72%, refletia uma estrutura financeira em que os passivos constituíam quase 3/4 das origens dos fundos utilizados para o financiamento das actividades. As microempresas foram as que registaram os maiores rácios de solvabilidade (44%) e de autonomia financeira (31%), superiores aos das grandes empresas, o que poderá ser explicado pelos níveis de endividamento inferiores nas unidades de reduzida dimensão, tipicamente, com maiores dificuldades no acesso ao crédito. Mais de metade da estrutura de financiamento das PME, 57%, o financiamento assenta em capitais permanentes com reduzido grau de exigibilidade, ou seja, em endividamento de curto prazo. Verificamos também, que nas PME os Capitais Próprios superaram, ainda que pouco expressivamente, o endividamento do médio e longo prazo, característica deste tipo de sociedades com habituais dificuldades de acesso a capitais alheios (INE, 2008). Desde 2006, ressalta a particularidade de terem sido as microempresas que utilizaram a maior proporção de capitais próprios como fonte de financiamento da sua atividade atingindo quase 30% do ativo total no final do período. (INE, 2012)

O setor do Comércio concentrou o maior número de PME, gerando 41,6% da faturação total realizada pelas PME's (INE, 2008).

Pela importância e peso que estas empresas e setor representam no tecido empresarial do país e, também, aos escassos estudos existentes, foram motivos impulsionadores para a realização deste estudo.

Existem já alguns estudos com análises semelhantes incidindo sobre alguns setores e empresas PME's como por exemplo: "Comportamento das empresas cotadas Portuguesas relativamente ao financiamento" (Rogão, 2006); "Identificação fatores de determinantes da estrutura de capitais do setor bancário" Fernandes, 2012; "Análise comparativa das PME's vs Grande Empresas" Júnior, 2012; "Estudo da estrutura do capital das micros, pequenas, médias e grandes empresas de Portugal" de Ramalho et al., (2009), entre outros. Ao nível internacional, temos o estudo "*Pecking Order vs Trade-Off* nas empresas de pequena e Média dimensão Espanholas" de Mira e Garcia, (2003); "*Capital Structure Decision making: a model family business*" dos autores Romano et al., (2000), entre outros.

O interesse pelo tema em estudo prende-se, portanto, com a especificidade do setor, pela importância no tecido empresarial do tipo de empresa, interesse esse impulsionado pela falta de estudos neste tipo de empresas em Portugal.

O âmbito do nosso estudo incide sobre as micro e pequenas empresas Portuguesas do setor comercial (MPEC) e sobre as grandes comerciais. O período de análise compreende 2007-2011, período em contexto de decréscimo da atividade económica, atingindo transversalmente todos os setores. A taxa de investimento das empresas foi decrescente atingindo um valor máximo em 2010.

Da evolução dos principais indicadores patrimoniais, ao longo da série, constata-se que os capitais alheios foram a base do financiamento, quer das grandes empresas, quer das PME. No setor do comércio exibiram maior proporção de passivos correntes em detrimento da composição de Capitais Próprios, o que significa que durante o período as empresas comerciais recorreram mais a financiamento de curto prazo.

2.1 Características do Setor Comercial

O setor Comercial corresponde aos números 45, 46 e 47 do CAE-Rev.3. – e está subdividido por subsectores, respetivamente: Comércio por grosso; a retalho e reparação de veículos automóveis e motociclos.

O tecido empresarial do comércio caracteriza-se essencialmente por empresas com menos de 50 empregados (99,8%). Contudo 18,8% do volume de negócios de todo o setor resultou apenas das 107 empresas Grandes. Relativamente à forma jurídica, no setor do comércio predomina empresas individuais em cerca de 61,7% (quer empresários em nome individual, quer trabalhadores independentes) – Dados INE 2008.

O setor do Comércio não foi exceção à crise económica que marcou o período em análise. Este é um setor muito dependente do consumidor final e é fortemente penalizado pela diminuição do poder de compra (IPC).

2.2 Papel dos pequenos empresários nas Micro e Pequenas Empresas

As micro e pequenas empresas têm características próprias, exigindo uma elevada dependência do grau de liderança dos próprios responsáveis. A teoria indica, que existe um conjunto próprio e complexo de fatores que influenciam as decisões de financiamento dos gestores de PME-proprietário (Romano et al., 2000).

No que respeita ao perfil dos empresários/gestores das Micro e Pequenas empresas, incidem a sua gestão na resolução de questões operacionais do dia-a-dia, verificando-se uma falta de orientação para o longo prazo e um deficiente tratamento da informação de suporte à decisão no curto prazo (Costa, 2010). Na maioria destas empresas a estrutura de gestão têm um carácter familiar.

Romano et al., (2000), descreve que Neubauer e Lank (1998) descreveu que os fatores de propriedade de negócios, independência e controlo familiar afetam as decisões de financiamento do Proprietário.

2.3 Objetivos Principais do Estudo e Estrutura

O presente estudo tem como principal objetivo identificar quais os fatores determinantes que afetam o endividamento de uma dada empresa. Para tal iremos formular quais os potenciais determinantes da estrutura de capitais, definir o modelo empírico da análise e por fim analisar os resultados desse modelo para a amostra das micro e pequenas empresas e para as grandes empresas comerciais.

Este trabalho é composto por cinco capítulos. O presente capítulo consiste na introdução e o capítulo dois é dedicado à revisão da literatura. Os objetivos e

métodos de investigação são apresentados no capítulo três. O quarto capítulo centra-se no estudo empírico com a descrição da amostra, modelo de regressão e apresentação das variáveis de estudo. Por fim, no capítulo cinco são apresentadas as conclusões e limitações deste estudo.

Capítulo 3

Revisão de Literatura

3.1 Da Visão Tradicional a Modigliani e Miller

O autor e a obra pioneira no desenvolvimento analítico sobre a estrutura de capitais atribui-se a Durand (1952). Para este autor, a escolha de uma estrutura de capitais ótima permite a maximização do valor de uma empresa.

Segundo Junior (2012), para os seguidores da teoria tradicional é possível encontrar uma estrutura de capital ótima, ou seja, uma combinação entre o capital próprio e o capital alheio que maximize o valor da empresa, permitindo um equilíbrio entre o risco e o retorno.

O ponto de equilíbrio ocorre quando o custo marginal de uma unidade de dívida se torna equivalente ao custo resultante do aumento da probabilidade das dificuldades financeiras (Rogão, 2006). As argumentações descritas têm como base técnica o Custo Médio Ponderado (CMP)¹.

Os pressupostos simplistas adotados Modigliani e Miller (1958) servem como fundamentos para os defensores desta teoria tradicionalista.

Tal como iremos abordar no subcapítulo seguinte, o modelo de Modigliani e Miller (1958) é válido para um mercado de capitais perfeito contrariamente ao mundo real, defendendo a irrelevância da estrutura de capital, pois considera

¹ Segundo Gitman (2003), o CMP resulta da combinação do custo médio ponderado do capital alheio e do capital próprio da empresa. Este autor destaca que minimizar o custo médio ponderado de capital permite à administração assumir um número maior de projetos rentáveis e, deste modo, aumentar o valor da empresa.

que o valor da empresa resulta exclusivamente da qualidade dos seus ativos (Novo,2009).

Assim, comprova-se uma divisão entre os autores tradicionalistas e o modelo de Modigliani e Miller (1958).

3.2 De Modigliani e Miller (MM) às Novas Teorias:

Uma das questões mais contorvesas na teoria de finanças durante o último trimestre do século tem sido a teoria da Estrutura de Capitais (Bradley et al., 1984). A teoria até então conhecida foi rompida pelo estudo de Modigliani e Miller (1958) no artigo “ *The Cost of Capital, Corporate and Theory of Investment*”. O modelo desenvolvido neste estudo, parte de um cenário hipotético de uma economia concluindo que uma estrutura de capitais ótima é irrelevante. Isto significa que o Valor da empresa é independente do seu rácio de endividamento².

O conjunto de premissas para a economia neste modelo é:

- i) Mercados de capitais perfeitos;
- ii) Os investidores e as empresas têm as mesmas facilidades de acesso ao mercado de crédito e à mesma taxa;
- iii) Inexistência de impostos e custos de falência;
- iv) As expectativas são homogêneas relativamente ao resultado esperado antes de impostos e juros numa determinada empresa;
- v) Inexistência de incerteza, uma vez que a empresa conhece as suas necessidades de financiamento futuras;
- vi) Emissão, por parte das empresas, de apenas dois tipos de títulos: dívida sem risco e capital próprio (com risco), perfeitamente divisíveis;

² No modelo de Modigliani e Miller (1958), ao assumir que o valor da empresa é independente do seu rácio de endividamento, significa que o rácio de endividamento não altera o custo de capital de uma empresa (Bradley et al., 1984)

- vii) Todas as empresas podem agrupar-se em classes de rendimentos equivalentes, sendo o rendimento esperado dos títulos de uma empresa pertencente a determinada classe. Assim o rendimento esperado dos títulos de uma empresa pertencente a determinada classe é proporcional ao dos títulos de uma outra empresa que pertença à mesma classe.

Este conjunto de pressupostos base do modelo demonstra uma realidade que na prática e na economia real não se observa. Como sabemos do senso comum, no mundo real existem *impostos* que afetam as empresas e os investidores; *custos de falência*, que colocam as empresas em situação de maior fragilidade a nível de tesouraria com o financiamento; perda de flexibilidade com o aumento do endividamento; *custos de agência*, uma vez que os credores e os accionistas necessitam de recursos disponíveis para monitorização e elaboração de contratos de financiamento e *assimetria de informação*. Consequentemente o modelo enunciado acima apresenta limitações.

Segundo Harris e Raviv (1991), existe na teoria da *assimetria de informação*, pois os gestores ou *insiders* possuem de informação privada sobre as características das rentabilidades. A teoria da *assimetria de informação* destina-se assim a mitigar ineficiências nas decisões das empresas de investimento que são causadas pela informação assimétrica.

Relativamente à teoria dos *custos de agência*, Jensen e Meckling (1976) argumentam que uma estrutura de capitais ótima pode ser obtida através da troca dos custos de agência em relação aos benefícios da dívida. Este estudo foi iniciado por Jensen e Meckling (1976) com base no estudo Fama e Miller (1972).

O modelo de Modigliani e Miller (1958) foi pioneiro nos estudos direccionados para a Estrutura de Capital das empresas e serviu, apesar das limitações relatadas

acima, para motivar novos autores a procurarem novos estudos apresentando fatores que influenciam a estrutura de capitais das empresas.

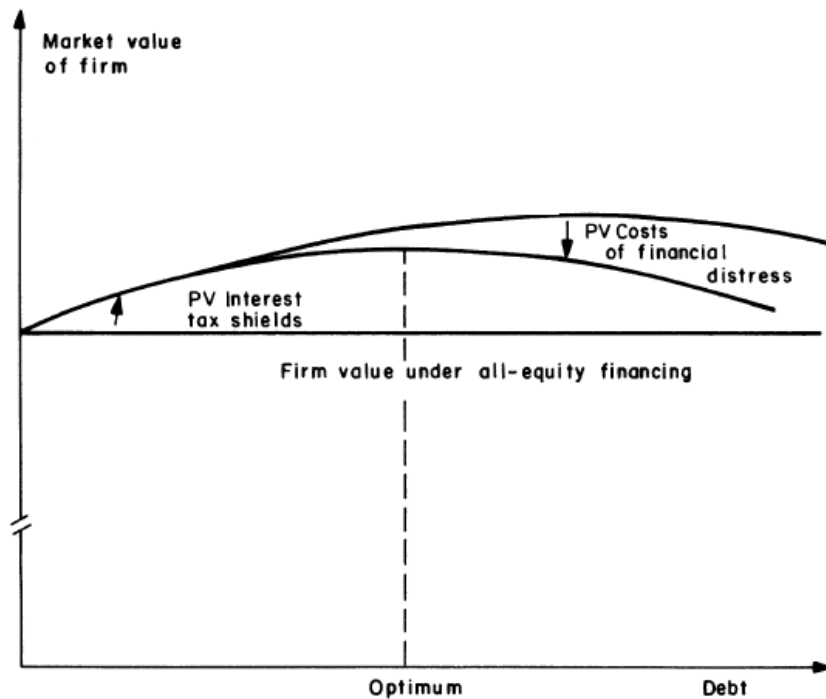
Como objetivo de ajustamento do modelo à realidade, Modigliani e Miller (1963) publicaram um novo artigo, “ *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*” em que consideram os efeitos dos impostos na Estrutura de Capital de uma empresa (Bradley et al., 1984). Esta teoria, baseada no *Efeito fiscal*, defende que uma vez que os juros são encargos dedutíveis na matéria coletável de uma empresa, então as empresas são motivadas a recorrer a capital alheio para o seu financiamento, uma vez que os dividendos provenientes do financiamento por capital próprio não são dedutíveis para efeitos fiscais. Neste cenário e na medida que o endividamento não tem gastos associados, o rácio ótimo de financiamento seria o recurso exclusivo a dívida (MM,1963).

Ainda assim, Miller (1972) defende que mesmo num Mundo no qual os encargos de juros suportados, são integralmente dedutíveis no cálculo de imposto, o valor da empresa, em equilíbrio, continuará a ser independente da sua Estrutura de Capital. A irrelevância da estrutura de capitais com impostos volta a ser recuperada com a introdução das mesmas taxas de imposto sobre o rendimento dos investidores que incidem sobre juros e dividendos.

3.3 Teoria do Equilíbrio - Modelo *Trade-Off* e Teoria da Hierarquia das Escolhas

A teoria do Equilíbrio ou modelo de *Trade-Off* diz-nos que a determinação da estrutura ótima de capitais exige um encontro entre os benefícios e os custos do endividamento.

“A value-maximizing firm would equate benefit and cost at the margin, and operate at the top of the curve” (Shyam-Sunder e Myers, 1999):



(Fonte: "Testing Trade-Off against Pecking Order models of capital structure" (Shyam-Sunder, 1999))

Figura 1: Teoria Trade-Off – Ponto Ótimo

Para os percusores deste modelo, os fatores a ter em conta na definição da estrutura de capitais ótima: taxa marginal de impostos; separação entre accionistas e gestores; volatilidade dos *cash-flows* operacionais (risco de negócio); dificuldade por parte dos credores em monitorizar os investimentos da empresa e a sua performance; necessidade de flexibilidade para períodos futuros.

Os benefícios da dívida estão relacionados, com a dedução fiscal que as empresas obtêm no pagamento de encargos financeiros e, segundo Myers (2001), as empresas recorrem a endividamento (capital alheio) até ao ponto em

que os benefícios fiscais já não superem os custos de falência e ainda custos de agência.

3.4 Teoria *Pecking Order* – Hierarquia das Escolhas

A teoria de *Pecking Order* é, talvez, a mais influente das teorias de financiamento proposta por Donaldson (1961) e desenvolvida por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984). Estes autores defendem que a estrutura de capitais de uma empresa não está representada por um nível ótimo de endividamento que maximiza o valor de uma empresa, mas são as decisões ótimas entre as fontes de financiamento, de forma hierárquica, que permitem minimizar custos associados à assimetria de informação (Junior, 2012).

A existência de informação assimétrica, no mundo real, leva a que os gestores de empresas tenham preferência por financiamento interno em detrimento do financiamento externo e pela emissão de dívida à emissão de capital próprio. A análise de informações com assimetrias, afeta as decisões de investimento e financiamento (Myers e Majluf, 1984).

3.5 Determinantes de Estrutura de Capitais – Estudos Empíricos

O foco do nosso estudo incide sobre os fatores determinantes do endividamento nas micro e pequenas empresas comerciais comparativamente às grandes empresas do setor comercial. Assim, nota-se a importância primordial de contextualizar e identificar a literatura relevante como base para o desenvolvimento deste estudo. Tal como os estudos empíricos que iremos descrever, pretende-se neste trabalho testar alguns dos fatores já identificados

nos vários estudos, analisando de forma empírica com os rácios de endividamento das empresas em questão. Segundo Jorge e Armada (2001), os fatores determinantes da estrutura de capitais das empresas, estão de uma forma mais ou menos direta, relacionados com as suas características operacionais.

Bradley et al., (1984) procuraram identificar fatores determinantes de estrutura de capitais que permitissem encontrar uma estrutura de capitais ótima. Este trabalho desenvolveu um modelo que sintetiza a teoria de equilíbrio moderna de estrutura ótima de capital. Concluíram que a estrutura ótima de uma empresa está relacionada inversamente com os encargos financeiros esperados e com a quantidade de outros benefícios fiscais. Concluíram, também, que a volatilidade dos ganhos é um determinante importante e relaciona-se inversamente com o endividamento. O seu estudo incidiu sobre empresas de 25 indústrias, com um número total de 851 empresas.

Titman e Wessels (1988) recorreram a uma análise fatorial com o objetivo de definir variáveis inobserváveis. Este estudo propôs-se a identificar de que forma os seguintes determinantes podem afetar as escolhas para uma empresa ter uma estrutura de capitais ótima: composição do ativo; outros benefícios fiscais; crescimento; *uniqueness* (singularidade); classificação indústria; dimensão; risco de negócio (volatilidade dos resultados) e rentabilidade. Os resultados não foram conclusivos, no entanto, a questão ficou em aberto se o modelo de mensuração, de fato, capta os aspectos relevantes dos atributos sugeridos por outras teorias.

Harris e Raviv (1991), recorreram aos seguintes fatores: ativo fixo, economias fiscais, oportunidades de crescimento, dimensão, volatilidade, despesas com publicidade, investigação e desenvolvimento, probabilidade de falência, rentabilidade e *uniqueness* (alguns também eles já estudados por Titman e

Wessels, 1988). Rajan e Zingales (1995) investigaram a escolha dos determinantes da estrutura de capital na decisão das empresas cotadas nos maiores países industrializados (países do G7), testando alguns dos fatores referidos por Harris e Raviv (1991).

As conclusões mais unânimes nos vários estudos empíricos, concluíram que o endividamento é negativamente afetado por: volatilidade; despesas de publicidade; despesas de investigação e desenvolvimento; rentabilidade; e *uniqueness*. É afetada positivamente pelos ativos; oportunidades de crescimento; dimensão e economias fiscais.

Os estudos até aqui representados reportam, no entanto, a amostras de empresas entre países, ou de grandes indústrias. Outros autores debruçaram-se no estudo de empresas de pequena dimensão, caráter familiar ou, análises comparativas entre empresas de várias dimensões. Romano et al., (2000) considerando empresas de caráter familiar, para além dos determinantes já identificados, estudou possíveis impactos da *Idade* como determinante.

Mira e Garcia (2003), utilizando uma amostra de 6482 PME's espanholas pretenderam testar as hipóteses da *Pecking Order vs Trade-Off*. Para o estudo específico inerente ao tipo de empresas, os autores estudaram para além de alguns fatores já mencionados, o determinante da idade e o volume de *cash flows* como hipóteses da teoria da *Pecking Order* conforme presente nos estudos de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984). Como conclusão deste estudo, no que diz respeito à teoria da hierarquia, o reduzido valor do parâmetro parece indicar que as pequenas empresas espanholas não ajustam o seu nível de dívida para suas necessidades financeiras. No entanto, as hipóteses levantadas a respeito dos *cash flows*, idade e oportunidades de crescimento foram confirmada.

Daskalakis e Psillaki (2005) estudaram os determinantes nas empresas PME's Francesas e Gregas. A conclusão comum para as empresas dos dois países foi a

de que existe uma relação positiva entre a variável dimensão e o crescimento. Já a composição do ativo e a rendibilidade apresentam uma relação negativa perante o endividamento, concluindo que as PME's recorrem a fontes internas de financiamento para se financiarem – indícios de *Pecking Order*.

Ao nível de estudos deste tipo de empresas no mercado português, salientamos os estudos de Novo (2009) e Junior (2012) que se debruçam sobre o estudo da estrutura de capitais das PME's face às grandes empresas.

Novo (2009) afirma, no seu estudo, que as PME apresentam grande dificuldade no acesso ao financiamento com recurso ao capital alheio. Desta forma, a dimensão constitui um fator discriminador no acesso ao financiamento de médio longo prazo, o que, aliado à assimetria de informação, caracteriza a relação das PME com o mercado financeiro, fazendo com que o financiamento de curto prazo seja o mais utilizado pelas PME Portuguesas.

No desenvolvimento do estudo de Junior (2012), teve como objetivo comparar as estruturas de capitais das PME's e das grandes empresas, a fim de identificar as principais diferenças entre elas, tal como analisar as principais teorias que se dedicam a este tema. Concluiu que nas grandes empresas os determinantes que influenciam o endividamento total são o risco de negócio, a dimensão, a rendibilidade e o crescimento. Já nas PME's, são determinantes do endividamento total as variáveis risco de negócio e a rendibilidade. Numa vertente de médio longo prazo, as variáveis dimensão; composição do ativo; rendibilidade e crescimento são determinantes para as empresas de grande dimensão, o que para as PME's, os determinantes apontados são o risco; dimensão; composição do ativo e rendibilidade. Relativamente às teorias dominantes, confirmou a hipótese da *Pecking Order* nos dois tipos de empresa.

Capítulo 4

O Modelo de Determinantes da Estrutura de Capitais

Após a abordagem na revisão de literatura sobre as principais teorias e estudos empíricos sobre a estrutura de capitais das empresas, neste capítulo segue-se a apresentação da amostra de dados, das variáveis dependentes e das variáveis independentes.

4.1 Determinantes da Estrutura de Capital

No presente estudo iremos analisar os determinantes da estrutura de capital, tendo como base os vários estudos empíricos. Para esta análise, encontramos fundamento nas características específicas das empresas em estudo aliando à revisão de literatura feita.

Para o cálculo dos fatores, iremos recorrer a rácios já utilizados em outros estudos mencionados na revisão de literatura.

4.1.1 Rendibilidade

“Quanto maior é a rendibilidade da empresa menor é a proporção de endividamento na estrutura de Capitais dada a sua capacidade, via autofinanciamento, financiar o seu crescimento.” Myers e Majluf (1984) defendem uma relação negativa, uma vez as empresas preferem financiar-se primeiro com recursos próprios do que capitais alheios.

Esta afirmação é verdadeira caso as empresas sigam a teoria da *Pecking Order*, pois pode existir uma relação inversa caso o recurso a financiamento externo proporcionar à empresa outros benefícios, nomeadamente de poupança fiscal, segundo a teoria de *Trade-Off*.

Obtemos esta variável através do rácio entre os resultados antes de juros e impostos sobre o ativo. Esta medida é utilizada por vários autores nomeadamente Song (2005).

4.1.2 Dimensão

As principais teorias, *Trade-Off* e *Pecking Order* defendem unanimamente que a dimensão detém uma relação positiva com o endividamento.

A capacidade de endividamento aumenta no mesmo sentido que a empresa cresce. Esta afirmação é verdadeira se esta *proxy*, com base no pressuposto de que, segundo Titnam e Wessels (1988), as grandes empresas tendem a ser mais diversificadas quanto ao risco e menos propenso a falência. Estes argumentos sugerem que as grandes empresas podem ser mais endividadas.

No mesmo sentido, Rajan e Zingales (1995), afirmaram que empresas maiores têm menor probabilidade de falência, assegurando as instituições de crédito. Contrariamente, refere também que a dimensão pode ainda determinar-se como uma *proxy* para a teoria de assimetria de informação, uma vez que quanto maior o tamanho da empresa, menor será a assimetria de informação entre os *insiders* e

os investidores, logo é mais fácil o acesso a capitais próprios da empresa, reduzindo, assim, a quantidade de dívida utilizada.

A medida utilizada para o cálculo desta variável é o logaritmo do volume de negócio, que nos permite medir o tamanho de uma empresa. Tivemos como base o estudo inicial de Remmers et al., (1974); Jorge e Armada (2001); entre outros. Esta variável permite medir o efeito que a dimensão da empresa afeta no rácio de endividamento.

4.1.3 Risco de Negócio

As empresas com maior risco de negócio tendem a reduzir o peso do endividamento na sua estrutura de financiamento, segundo Bradley et al., (1984).

O risco está associado ao nível de incerteza e volatilidade de negócio e, conseqüente, probabilidade da empresa entrar em incumprimento.

Este determinante, é demonstrado na literatura com comportamento divergente entre as teorias. Segundo Novo (2009), as divergências prendem-se com as dificuldades em definir parâmetros capazes de calcular o risco. O risco de negócio, em matéria de finanças, está associado a um grau de incerteza em retornos futuros. Esta incerteza traduz-se na capacidade de gerar resultados positivos ou negativos, cumprimento com o plano de financiamento, entre outras questões que podem influenciar com maior probabilidade ou menor o futuro da empresa.

Para Titman e Wessels (1988), referiu que o nível de endividamento ótimo é uma função decrescente da volatilidade dos lucros.

Para a medição do risco, utilizamos o desvio padrão da variação do volume de negócios (vendas) sobre a média do volume de negócios, conforme medida

proposta por Titman e Wessels (1995). Tal como já referimos atrás, esta medida serve de indicação do grau de incerteza e de que forma afeta o endividamento.

4.1.4 Idade

Segundo Diamond (1989) e Ang (1991), a idade é um determinante que influencia o financiamento, uma vez que pode apresentar notoriedade da empresa cumprir os seus compromissos.

A idade está associada à reputação de uma empresa (Novo, 2009). Quanto maior o número de anos a empresa tiver, maior é a reputação no mercado, facilitando o acesso ao endividamento.

A reputação transmite ao mercado fiabilidade e confiança. Esta variável é medida pelo número de anos de existência da empresa.

Myers (1977) tem uma visão contrária à relação positiva da idade no endividamento. Mira e Garcia (2003) apoiaram-se nos estudos de Weston e Brigham (1981) e Petersen e Rajan (1994) defendendo que a idade de uma empresa está negativamente relacionada com o nível de endividamento no estudo da teoria de *Pecking Order*.

A medida utilizada é o logaritmo do número de anos de existência da empresa. Optamos pelo cálculo através do logaritmo, para permitir analisar se existe ou não uma relação linear, e de que forma esta *proxy* afeta o endividamento. Esta medida foi utilizada por Babo (2009).

4.1.5 Tangibilidade

Quanto maior for o valor da garantia dos ativos da empresa, maior será o rácio de endividamento (Song, 2005).

Os ativos de uma qualquer empresa funcionam como garantia perante as instituições de crédito. Logo, quanto maior as garantias que uma empresa detenha, maior a probabilidade de ser aceite no recurso ao crédito, e portanto os custos de agência serão menores.

Scott et al., (1976), defende que a existência de ativos que possam ser utilizados como garantia, aumentam a probabilidade de emissão de dívida, reduzindo os custos de agência dessa mesma dívida.

Concluimos que, quanto maiores as garantias que a empresa ofereça, a probabilidade de incumprimento será menor. Espera-se uma relação negativa com o endividamento.

Esta variável mede a composição do ativo da empresa e calcula-se a partir do rácio dos ativos tangíveis sobre o total do ativo. Esta medida é utilizada por vários autores, nomeadamente, Duran et. al, (2005).

4.1.6 *Cash Flows* e Crescimento

Segundo Myers (1984), as empresas com poucas oportunidades de investimento e fluxos de caixa elevados deverão ter baixos níveis de dívida, enquanto as empresas com perspectivas de forte crescimento e fluxos de caixa reduzido deve ter elevado rácio da dívida.

Os investimentos recentes exigem às empresas liquidez imediata, sendo assim, maior será a probabilidade de recurso a financiamento externo preferencialmente até que o autofinanciamento seja repostos.

O determinante *cash flows* gerados está relacionado com as oportunidades de investimento de uma empresa. Jensen (1986) e Stulz et al., (1990), defendem que a existência de custos de agência, fornece razões fortes para afirmar que a distribuição de fluxos de *cash flows* futuros não é independente da estrutura de capital, logo pode concluir-se que é um fator determinante.

O indicador *cash Flows*, mede os fluxos gerados com as oportunidades de investimento que uma empresa tem. Podemos relacionar com a variável risco, oportunidades de investimento/crescimento. Segundo Bradley et al., (1984), referiu que probabilidade da empresa entrar em falência depende do grau de incerteza dos *cash flows* operacionais da empresa.

O crescimento surge também como determinante, estando relacionado com a oportunidade de investimento, pois segundo Baskin (1989), num estudo que realizou sobre o comportamento do endividamento, aponta para uma relação positiva entre endividamento e crescimento das empresas em função da necessidade de fundos para realizar investimentos de existir ou não uma estrutura de capitais ótima.

Contrariamente, Titman e Wessels (1988) argumentaram que os custos de agência associados são menores com o crescimento das empresas uma vez que têm flexibilidade nas suas escolhas de investimento no futuro, indicando que existe uma relação negativa entre crescimento futuro com financiamento de Longo Prazo. Também deve notar-se que as oportunidades de crescimento são bens de capital, que agregam valor a uma empresa. Por esta razão, os argumentos apresentados nas subseções anteriores também sugerem uma relação negativa entre dívida e oportunidades de crescimento.

A variável crescimento representa-se através da variação do total do ativo sobre o total do ativo. Obtem-se, assim, a taxa de crescimento da empresa (medido através da taxa de crescimento do ativos). Calculo utilizado pelos autores Novo (2009), Gama (2000) entre outros.

4.1.7 Outros Benefícios Fiscais

Conforme descrito por Junior (2012) em sede de IRC, os encargos associados à dívida, podem constituir como uma redução na matéria coletável. Para muitos autores, este constitui também um determinante da estrutura de capitais de uma empresa.

Quanto maior o nível de outros benefícios fiscais para além da dívida, menor o nível de endividamento registado pela empresa. (Mira Garcia,2003)

Angelo e Masulis (1980) desenvolveram um modelo de Estrutura Ótima de Capitais que incorporava o impacto dos impostos sobre os rendimentos das empresas e ainda as vantagens fiscais não resultantes do endividamento. Segundo estes autores argumentaram particularmente que as vantagens fiscais em face com as amortizações e dos créditos de impostos são substitutas dos benefícios fiscais do financiamento com o capital alheio, pelo que determinam negativamente o nível de endividamento das empresas.

O cálculo desta variável obtém-se através do rácio entre as amortizações do exercício sobre os resultados antes de juros, impostos e amortizações, conforme utilizados nos estudo empíricos através descritos. Através deste rácio, vai ser possível verificar se a relação inversa se constata relativamente ao endividamento.

4.1.8 Variáveis Dummy

Para o nosso modelo de estimação, incluímos as variáveis *dummy* de ano, de código dos subsectores de comércio (CAE) e de empresa.

As variáveis *dummy* de ano permite-nos especificar ao ano tudo que seja fixo que possa estar correlacionado e que afeta todas as empresas, no sentido de percebermos se os resultados possam ou não estar enviesados. A inclusão da

dummy de setor permite-nos incluir no nosso modelo todas as variáveis específicas a cada subsetor (47 Retalho, 46 Grosso ou 45 Comércio, manutenção e reparação, de veículos automóveis e motocicletos) e que possa afetar em todos os períodos de análise.

Com objetivo de tornarmos o modelo o menos enviesado possível, incluímos a *dummy empresa* para que possamos considerar todas as variáveis que são específicas a cada empresa e que possam afetar em todos os anos de estudo.

Os fatores de estrutura de capitais representam as variáveis independentes do nosso modelo. Em síntese, apresentamos uma tabela resumo com a apresentação das variáveis Independentes e respetivos rácios.

Tabela 1: Variáveis Independentes:

Variáveis Independentes	X_i	Rácios
Dimensão da Empresa	X ₁	<i>log Volume de Negócios</i>
Idade	X ₂	<i>log n.º de Anos de Atividade</i>
Rendibilidade	X ₃	$\frac{\text{Resultado antes de Impostos}}{\text{Ativo Total}}$
Tangibilidade	X ₄	$\frac{\text{Ativos Fixos Tangíveis}}{\text{Ativo Total}}$
Risco de negócio	X ₅	$\frac{d\text{Resultado Líquido}}{d\text{Volume de Negócios}}$
Outros Benefícios Fiscais	X ₆	$\frac{\text{Amortizações do Exercício}}{\text{Resultado antes de impostos}}$
Crescimento	X ₇	<i>Taxa de Crescimento Anual do Ativo Total líquido</i>
Cash Flows	X ₈	$\frac{\text{EBIT} + \text{Amortizações}}{\text{Ativos Fixos}}$
<i>Dummy ano</i>	X ₉	
<i>Dummy cae</i>	X ₁₀	
<i>Dummy empresa</i>	X ₁₁	

4.2 Amostra

A amostra foi retirada da base de dados SABI, onde foram selecionadas todas as empresas sediadas em Portugal que cumprem a normalização contabilística Portuguesa (SNC) para um período correspondido entre 2007 e 2011.³

Para este estudo, do conjunto de empresas selecionamos uma amostra com o conjunto de condições que respeitam a categoria de micro e pequenas empresas e uma segunda amostra com as Grande empresas, ambas com o CAE Ver.3 com a classificação do setor Comercial.

As condições indicadas pelo IAPMEI para ser respeitada a condição para pequena empresa, são:

- Empregar menos de 50 pessoas e
- Volume de negócios anual ou balanço total anual não excedem 10 milhões de euros.

As condições para uma microempresa são:

- Emprega menos de 10 pessoas;
- Volume de negócios anual ou balanço total anual não excedem 2 milhões de euros.

³ SABI: Base de dados de pequenas empresas Portuguesas e Espanholas

Para o nosso estudo, incluímos a amostra de empresas de grande dimensão do setor comercial numa perspectiva comparativa para o estudo perante a estrutura de capitais destes dois grupos de empresas.

Entende-se por grandes empresas:

- Emprega mais de 250 pessoas;
- Volume de negócios anual ou balanço total anual excede em 50 milhões de euros.

Depois do tratamento de dados aplicando as condições do CAE e IAPMEI a amostra deste estudo: 72.525 relativamente a MPEC e 1.093 de grandes Empresas.

4.3 O Rácio de Endividamento

A estrutura de capitais de uma empresa representa-se pelo seu rácio de Endividamento. A definição mais adequada e utilizada para a mensuração do endividamento é fornecida pela relação entre os Capitais alheios e o Capital Próprio: $\frac{Total\ Passivo}{Capital\ Alheio + Capital\ Próprio}$. Muitos autores utilizam o total do ativo para medir o rácio de endividamento. Segundo, Rajan e Zingales (1995) a utilização do ativo não é a melhor referência, uma vez que pode ser influenciada por questões operacionais que não estão relacionadas com decisões estruturais da empresa. Assim, de forma a ultrapassar estas limitações, optamos por utilizar o Capital calculado através do somatório do capital alheio total e capital próprio conforme o Junior (2012).

Este rácio reflete a participação do Capital alheio no financiamento da empresa. Desta forma, as variáveis dependentes são indicadores financeiros de endividamento, mais concretamente o endividamento Total e endividamento

MLP, conforme alguns autores utilizaram nos seus estudos, nomeadamente Mira e Garcia (2003), Titman e Wessels (1998); a nível de autores nacionais, como Novo (2009), Babo (2009), Jorge e Armada (2001).

Assim, temos:

Tabela 2: Variáveis Dependentes:

Y_i	Rácios
Y_1	$\frac{\text{Capital Alheio Total}}{\text{Capital Alheio} + \text{Capital Próprio}}$
Y_2	$\frac{\text{Capital Alheio MLP}}{\text{Capital Alheio} + \text{Capital Próprio}}$

Por uma questão de tratamentos de dados o estudo incide sobre o endividamento total e de médio/longo prazo.

4.5 Modelo Empírico

O modelo empírico, para testar os fatores atrás descritos, teve como base um modelo de regressão linear e é definido assim:

$$\begin{aligned} \text{Endividamento}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{Rendibilidade}_i + \beta_2 \text{Dimensão}_i + \beta_3 \text{Idade}_i \\ & + \beta_4 \text{Tangibilidade}_i + \beta_5 \text{Risco de Negócio}_i + \beta_6 \text{OBF}_i + \beta_7 \text{Crescimento}_i + \beta_8 \\ & \text{Cash Flows}_i + \beta_9 \text{dummy ano}_i + \beta_{10} \text{dummy cae}_i + \beta_{11} \text{dummy empresa}_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

O modelo definido será estimado pelo Metodo dos Mínimos Quadrados (OLS).

Esta abordagem assemelha-se a outros estudos dos autores Jorge e Armada (2001), Couto e Ferreira (2010), Vieira e Novo (2010).

Capítulo 5

Resultados

5.1 Estatísticas Descritivas e Matriz de Correlações

Neste capítulo apresentamos em tabela as principais estatísticas (médias, Mínimos, máximos, medianas) relativamente aos dados da amostra das MPEC e das amostras das empresas grandes.

Tabela 3: Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes MPEC

Variáveis	Média	Std Dev	Min	Mediana	Max
EndML	0,2080	0,3093	0,0000	0,0024	1,6956
EndT	0,6240	0,4030	0,0002	0,6066	2,4286
OBF	0,2672	0,7745	-5,3124	0,2691	5,5910
Risco	4,3939	0,6192	3,4091	4,6356	5,0159
Dimensão	5,5140	1,2132	0,7177	5,4880	8,3270
Tangibilidade	0,1782	0,1798	0,0000	0,1141	0,7709
Rendibilidade	0,0144	0,1332	-1,1926	0,0287	0,3862
Crescimento	0,0957	0,3735	-0,5999	0,0208	3,4512
Idade	13,2340	10,4013	1,0000	10,0000	53,0000
Idade 1 (log)	2,2246	0,9323	0,0000	2,3026	3,9703
Cash Flow	0,1343	0,2567	-2,2277	0,1235	1,8614

Neste capítulo, analisamos as estatísticas descritivas relativamente aos dados da amostra das MPEC e das amostras das empresas grandes.

Verificamos que o Endividamento de Médio Longo Prazo representou, em média, cerca de 21% nas MPEC e 62% de Endividamento Total. Estas médias estão em linha com os estudos de outros autores como Junior (2012), que

encontrou uma média de Endividamento Total para as 466 PME's de 57%. Contudo, a média para o Endividamento de Médio Longo Prazo foi de 13%, um pouco mais abaixo que o verificado na nossa amostra e para o período correspondente de 2007-2011; no estudo de Serrasqueiro et al., (2011), obteve em média 66% de dívida.

No final de 2011, o INE aponta uma média, para o setor do comércio e para as PME's um endividamento total que se situou nos 72%, um pouco acima que o verificado para as MPE's.

Relativamente à Idade, podemos ver que a empresa mais antiga tem 53 anos e a mais jovem tem um ano, e em média as MPEC existem há 13 anos. De realçar que a variável considerada no modelo não é a Idade, mas sim o logaritmo da idade.

Tabela 4: Estatística Descritivas Variáveis Independentes Grandes Empresas Setor do Comércio

Variáveis	Média	Std Dev	Min	Mediana	Max
EndML	0,2626	0,4768	0,0000	0,0000	3,2167
EndT	0,7635	0,6605	0,0000	0,6783	3,3350
OBF	-2,1630	5,5244	-42,5804	-0,3211	2,2415
Risco	4,2241	0,5825	3,4091	3,9882	4,9637
Dimensão	6,1791	2,5513	0,8456	5,5356	11,8570
Tangibilidade	0,3037	0,3085	0,0000	0,1773	0,9615
Rendibilidade	-0,0293	0,1193	-0,8362	-0,0179	0,2922
Crescimento	-0,0125	0,2259	-0,6531	-0,0180	1,5872
Idade	17,5252	13,9062	1,0000	14,0000	69,0000
Idade 1 (log)	2,5019	0,9437	0,0000	2,6391	4,2341
Cash Flow	0,0470	0,1763	-1,4991	0,0102	1,3257

Para as empresas Grandes, a média para o rácio de endividamento total é de 76%, o qual está um pouco mais acima das estatísticas do INE em 2011, com uma

média de 69%. Comparando com outros estudos feitos a empresas da mesma dimensão, Junior (2012) obteve uma média similar de 69%.

As empresas grandes tem uma idade média de cerca de 18 anos e a mais antiga tem 69 anos.

De seguida, temos as tabelas das correlações das variáveis que incluímos no estudo, a fim de identificarmos eventuais problemas de correlação e potencial multicolinearidade entre elas.

Tabela 5: Correlação entre as variáveis, amostra MEPC

Variáveis	EndML	EndT	OBF	Risco	Dim.	Tangibilidade	Rend	Crescimento	Idade 1	Cash Flow
EndML	1									
EndT	0,4459	1								
OBF	-0,0359	-0,0944	1							
Risco	0,0321	0,0018	-0,0048	1						
Dim.	-0,009	-0,1055	0,0524	0,0003	1					
Tangibilidade	0,1268	0,1343	0,0942	-0,0045	0,0418	1				
Rendibilidade	-0,1692	-0,3864	0,1839	-0,0138	0,193	-0,0514	1			
Crescimento	-0,0115	0,0586	0,0256	-0,0047	0,0134	0,0063***	0,1556	1		
Idade 1 (log)	-0,0757	-0,2656	-0,0038	0,0077**	0,2462	-0,093	0,0107	-0,2856	1	
Cash Flow	-0,1443	-0,247	0,2315	-0,0178	0,0379	0,1352	0,7242	0,1373	-0,1461	1

Nota: 1.*** Nível Significância até 1%

2.** Nível de Significância até 5%

Através da análise da matriz das correlações entre as variáveis verificamos que existe uma relação positiva entre o Risco e a tangibilidade em relação ao endividamento de médio longo prazo e ao endividamento total. Relativamente às variáveis outros benefícios fiscais, rendibilidade, a idade e os *cash flows* a relação é negativa com o endividamento de médio longo prazo e ao endividamento total. Quanto à variável Crescimento, a relação é positiva relativamente ao endividamento de médio longo prazo, mas negativa relativa ao endividamento total.

Analisando as correlações de todas as variáveis, apesar de apenas interpretarmos as mais significativas, podemos concluir que não existe nenhum problema de multicolinearidade uma vez que nenhuma correlação entre variáveis se situa acima dos 0,8, limite apontado por Gujarati (2003) para existência de Multicolinearidade.

Relativamente à correlação das variáveis para a amostra das grandes empresas comerciais, temos:

Tabela 6: Correlação entre as variáveis, amostra Grandes Empresas

Variáveis	EndML	EndT	OBF	Risco	Dim.	Tangibilidade	Rend	Crescimento	Idade1	Cash Flow
EndML	1									
EndT	0,4459	1								
OBF	-0,0359	-0,0944	1							
Risco	0,0321	0,0018	-0,0048	1						
Dim.	-0,0099	-0,1055	0,0524	0,0003	1					
Tangibilidade	0,1268	0,1343	0,0942	-0,0045	0,0418	1				
Rendibilidade	-0,1692	-0,3864	0,1839	-0,0138	0,193	-0,0514	1			
Crescimento	-0,0115	0,0586	0,0256	-0,0047*	0,0134	0,0063	0,1556	1		
Idade1	-0,077	-0,2656	-0,0038	0,0077	0,2462	-0,093	0,0107	-0,2856	1	
Cash Flow	-0,1443	-0,247	0,2315	-0,0178	0,0379	0,1352	0,7242	0,1373	-0,1461	1

Nota: 1.* Nível de Significância até 10%

Na tabela de correlações na amostra das grandes empresas, a relação das variáveis relativamente ao endividamento total e o endividamento de médio longo prazo é igual ao que acontece na amostra das MPEC.

Assim, também concluímos que não existe problema de multicolinearidade entre as variáveis para o conjunto de empresas que fazem parte da amostra das grandes empresas comerciais.

5.2 Modelo de Regressão

Neste capítulo estão representadas as análises dos modelos estimados pelo método dos mínimos quadrados, tendo por base dados em painel. Iniciamos a apresentação dos resultados para a amostra das MPEC para o período 2007-2011.

Tabela 7: Resultados MPEC

MPE's Comerciais								
Variável	EndTotal				EndML			
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(i)	(ii)	(iii)	(iv)
Constante	0,8097 (0,0066) p=0,0000	0,7532 (0,0075) p=0,0000	0,7451 (0,0077) p=0,0000	0,6689 (0,0164) p=0,0000	0,1521 (0,0053) p=0,0000	-0,6484 (0,0060) p=0,0000	-0,0856 (0,0061) p=0,0000	-0,0425 (0,0169) p=0,0000
Dimensão	0,0077 (0,0007) p=0,0000	0,0078 (0,0007) p=0,0000	0,0083 (0,0007) p=0,0000	0,0058 (0,0030) p=0,0570	0,0069 (0,0005) p=0,0000	0,0069 (0,0050) p=0,0000	0,0087 (0,0005) p=0,0000	0,0130 (0,0029) p=0,0000
Rendibilidade	-1,0783 (0,0129) p=0,0000	-1,0829 (0,0120) p=0,0000	-1,0838 (0,0129) p=0,0000	-0,4072 (0,0124) p=0,0000	-0,1900 (0,0089) p=0,0000	-0,2050 (0,0088) p=0,0000	-0,2074 (0,0087) p=0,0000	-0,4860 (0,0109) p=0,0000
Tangibilidade	0,2235 (0,0042) p=0,0000	0,2223 (0,0042) p=0,0000	0,2202 (0,0042) p=0,0000	0,2048 (0,0077) p=0,0000	0,2227 (0,0039) p=0,0000	0,2179 (0,0038) p=0,0000	0,2136 (0,0038) p=0,0000	0,1874 (0,0085) p=0,0000
Risco	-0,0009 (0,0012) p=0,4320	0,0121 (0,0014) p=0,0000	0,0122 (0,0014) p=0,0000	-0,0034 (0,0012) p=0,0060	0,0151 (0,0010) p=0,0000	0,0707 (0,0012) p=0,0000	0,0708 (0,0012) p=0,0000	0,1239 (0,0017) p=0,0000
Crescimento	0,0515 (0,0020) p=0,0000	0,0520 (0,0020) p=0,0000	0,0516 (0,0020) p=0,0000	0,0386 (0,0018) p=0,0000	-0,0078 (0,0017) p=0,0000	-0,0027 (0,0018) p=0,1400	-0,0026 (0,0018) p=0,1620	0,0057 (0,0020) p=0,0050
Cash-Flow	-0,0610 (0,0070) p=0,0000	-0,0555 (0,0071) p=0,0000	-0,0523 (0,0071) p=0,0000	-0,1837 (0,0076) p=0,0000	-0,1358 (0,0042) p=0,0000	-0,1130 (0,0040) p=0,0000	-0,1096 (0,0040) p=0,0000	-0,0107 (0,0059) p=0,0000
Idade	-0,1083 (0,0009) p=0,0000	-0,1084 (0,0009) p=0,0000	-0,1086 (0,0009) p=0,0000	-0,0242 (0,0033) p=0,0000	-0,0295 (0,0008) p=0,0000	-0,0300 (0,0008) p=0,0000	-0,0305 (0,0008) p=0,0000	0,0677 (0,0038) p=0,0000
OBF	-0,0170 (0,0011) p=0,0000	-0,0171 (0,0011) p=0,0000	-0,0171 (0,0011) p=0,0000	-0,0034 (0,0007) p=0,0000	-0,0033 (0,0009) p=0,0000	-0,0036 (0,0009) p=0,0000	-0,0036 (0,0009) p=0,0000	0,0010 (0,0008) p=0,2550
<i>dummy ano</i>		Sim	Sim	Sim		Sim	Sim	Sim
<i>dummy cae</i>		Não	Sim	Não		Não	Sim	Não
<i>dummy empresa</i>		Não	Não	Sim		Não	Não	Sim
R ²	0,2306	0,2320	0,2333	0,8737	0,0544	0,0793	0,0802	0,6816
Teste F	5270,8100	3931,6300	3389,8100	1015,1700	1112,2800	1444,5300	1247,7700	1005,2200
N	242.266				242.266			
n	72.525				72.525			

Nota: 1. Os resultados apresentados são os coeficientes estimados; os entre parênteses estão os valores do erro padrão dos coeficientes. (ii) (iii) e (iv) incluímos as variáveis *dummy* de ano, de código dos subsectores de comércio (CAE) e de empresa. 2.* Nível de Significância até 10% 3. ** Nível de Significância até 5% . 4. *** Nível de Significância até 1%

Atendendo ao nível de significância, verificamos que aparecem como fatores determinantes do rácio de endividamento total, todas as variáveis: *Risco, Crescimento, Outros Benefícios Fiscais, Dimensão, Tangibilidade, Rendibilidade, Idade e Cash Flows*.

Destes determinantes, o *Risco, os Outros Benefícios Fiscais, a Rendibilidade, os Cash Flows e a Idade* estão negativamente relacionados com o rácio de endividamento total. Os restantes determinantes (*Tangibilidade, Dimensão e o Crescimento*) têm uma relação positiva com o endividamento.

Estes resultados estão em linha com os resultados esperados, exceto a variável *Idade*. A relação expectável era a de que quanto maior o número de anos a empresa tiver, maior é a reputação no mercado, facilitando o acesso ao endividamento. A *idade* está associado à reputação de uma empresa (Novo,2009). A reputação da empresa transmite ao mercado fiabilidade e confiança. Constitui, assim, um indicador que permite o recurso ao financiamento mais fácil uma vez que apresenta notoriedade para cumprir os seus compromissos. (Diamond, 1989) e Ang (1991). A idade é uma medida indicadora do nível de reputação. Quanto maior a reputação de uma empresa, maior deverá ser a confiança demonstrada perante os credores.

Contudo, os nossos resultados estão em linha com Myers (1977) que tem uma visão contrária no seu estudo. Mira e Garcia (2003) apoiaram-se nos estudos de Weston e Brigham (1981) e Petersen e Rajan (1994) em que defendem que a idade de uma empresa está negativamente relacionada com o nível de endividamento no estudo da teoria de *Pecking Order*.

Se analisarmos este determinante como uma *proxy* para as oportunidades de crescimento, então, é de esperar uma relação negativa com o endividamento, uma vez que as empresas mais jovens, necessitam mais de aceder ao crédito externo, e que a relação negativa com o endividamento diminui ao longo do tempo. (Babo, 2009)

Quanto à regressão da variável dependente, rácio de endividamento de médio longo prazo, os determinantes são os mesmos que os obtidos para o rácio de endividamento total, com exceção da variável *outros benefícios fiscais*.

Assim, os determinantes para são: *Risco, Crescimento, Dimensão, Tangibilidade, Rendibilidade, Idade e Cash Flows*. Concluímos, que apenas a *Rendibilidade* e os *Cash Flows* estão negativamente relacionados. *Risco, Crescimento, Dimensão, Tangibilidade e Idade*, tem um efeito positivo no endividamento de médio longo prazo.

As conclusões estão em linha com as hipóteses definidas, excepto o *Risco*.

Definimos, com base nos estudos empíricos mencionados na revisão de literatura, que o *Risco* tem uma relação negativa: “as empresas com maior risco de negócio tendem a reduzir o peso do endividamento na sua estrutura de financiamento” Bradley et al., (1984). O risco de negócio está associado ao nível de incerteza e volatilidade de negócio e conseqüente probabilidade de a empresa entrar em incumprimento. Para Titman e Wessels (1988), o nível de endividamento ótimo, é uma função decrescente da volatilidade dos lucros.

Contrariamente aos resultados e conclusões destes estudos, os resultados para o nosso modelo indicam uma relação positiva entre o risco e o endividamento de médio longo prazo. O risco calculado teve por base a variação (volatilidade) do volume de negócios. Eventualmente, o *cash flow* fosse mais fiável que a variação do volume de negócio como medida de retorno, pois a geração de liquidez tem vindo a ser mais relevante que o resultado residual, nomeadamente, no período em análise de forte crise na economia Portuguesa.

No estudo desenvolvido por Brito et al., (2007), os resultados obtidos foram similares, apontando para uma relação positiva entre o risco e o endividamento, indicando como possíveis razões questões específicas ao mercado. Na tabela 8, apresentamos os resultados obtidos com análise dos coeficientes estimados para a amostra das grandes empresas comerciais.

Tabela 8: Resultados Grandes Empresas Comerciais

Grandes Comerciais								
Variável	EndTotal				EndML			
	(i)	(ii)	(iii)	(v)	(i)	(ii)	(iii)	(v)
Constante	1,1366 (0,1350) p=0,0000	0,9736 (0,1459) p=0,0000	0,9278 (0,1509) p=0,0000	1,2775 (0,9279) p=0,1690	0,3607 (0,0191) p=0,0000	0,2526 (0,0205) p=0,0130	0,1872 (0,1027) p=0,0690	0,5472 (1,0074) p=0,5870
Dimensão	-0,0130 (0,0071) p=0,0660	-0,0090 (0,0071) p=0,2060	-0,0082 (0,0072) p=0,2470	-0,0573 * (0,1256) p=0,6480	-0,0065 (0,0047) p=0,1710	-0,0037 (0,0047) p=0,4250	-0,0037 (0,0047) p=0,4260	-0,0314 (0,1258) p=0,8030
Rendibilidade	-0,8315 (0,2212) p=0,0000	-0,8948 (0,2232) p=0,0000	-0,9060 (0,2248) p=0,0000	-0,9439 ** (0,4345) p=0,0300	-0,0603 (0,1712) p=0,7250	-0,1036 (0,1706) p=0,5440	-0,1160 (0,1714) p=0,4990	-0,0693 (0,5013) p=0,8900
Tangibilidade	0,1465 (0,0525) p=0,0050	0,1277 (0,0524) p=0,0150	0,1128 (0,0531) p=0,0340	0,4224 * (0,2566) p=0,1000	0,2272 (0,0439) p=0,0000	0,2146 (0,0437) p=0,0000	0,2089 (0,0437) p=0,0000	0,1975 (0,2039) p=0,3330
Risco	-0,2845 (0,0265) p=0,2830	-0,0041 (0,0288) p=0,8860	-0,0048 (0,0289) p=0,8680	-0,0869 (0,0486) p=0,0750	-0,0152 (0,0191) p=0,4260	0,0006 (0,0205) p=0,9780	0,0004 (0,0205) p=0,9860	-0,0480 (0,0614) p=0,4350
Crescimento	-0,0681 (0,0990) p=0,3030	-0,0652 (0,0655) p=0,3190	0,0659 (0,0659) p=0,2770	-0,0224 (0,0749) p=0,7650	-0,0220 (0,0027) p=0,7160	-0,0198 (0,0598) p=0,7410	-0,0197 (0,0599) p=0,7430	-0,0296 (0,0845) p=0,7270
Cash Flow	0,2413 (0,1272) p=0,0580	0,2106 (0,1292) p=0,1030	0,1897 (0,1331) p=0,1540	0,0133 (0,3633) p=0,9710	-0,0363 (0,0775) p=0,6400	-0,0567 (0,0782) p=0,4680	-0,0637 (0,0816) p=0,4350	-0,2085 (0,2379) p=0,3810
Idade	-0,1142 (0,0168) p=0,0000	-0,1175 (0,0166) p=0,0000	-0,1169 (0,0164) p=0,0000	0,0133 (0,1077) p=0,7520	-0,0256 (0,0126) p=0,0420	-0,0278 (0,0124) p=0,0260	-0,0268 (0,0125) p=0,0320	0,0323 (0,1672) p=0,8470
OBF	-0,0149 (0,0036) p=0,0000	-0,0163 (0,0036) p=0,0000	-0,0165 (0,0036) p=0,0000	0,0053 * (0,0029) p=0,0700	-0,0003 (0,0026) p=0,9120	-0,0012 (0,0026) p=0,6380	-0,0014 (0,0026) p=0,5900	0,0036 (0,0052) p=0,4870
<i>dummy ano</i>		sim	sim	sim		sim	sim	sim
<i>dummy cae</i>		não	sim	não		não	sim	não
<i>dummy empresa</i>		não	não	sim		não	não	sim
R ²	0,1061	0,1141	0,1170	0,9725	0,0316	0,0386	0,0418	0,9214
Teste F	22,6900	20,1100	17,5600	0,0054	6,1100	6,4200	5,6200	0,4200
N	1.670				1.670			
n	1.093				1.093			

Nota: 1. Os resultados apresentados são os coeficientes estimados; os entre parênteses estão os valores do erro padrão dos coeficientes. (ii) (iii) e (iv) incluímos as variáveis *dummy* de ano, de código dos subsectores de comércio (CAE) e de empresa. 2.* Nível de Significância até 10%. 3. ** Nível de Significância até 5%. 4. *** Nível de Significância até 1%

O método de estimação do modelo foi igual para a amostra das grandes empresas Comerciais (1.093 empresas).

O único fator determinante é a *Rendibilidade*, que apresenta uma relação inversa com o endividamento total, conforme o expectável. Quanto maior é a rendibilidade da empresa menor é a proporção de endividamento na estrutura de capitais dada a capacidade, via autofinanciamento, de financiar o seu crescimento. Myers e Majluf (1984) defendem uma relação negativa, porque as empresas preferem financiar-se primeiro com recursos próprios do que capitais alheios. Na ótica de Myers (1984), na teoria de *Pecking Order* descreve que as empresas mais rentáveis tendencialmente preferem recorrer ao autofinanciamento.

Esta hipótese é verdadeira, caso as empresas sigam a teoria das hierarquias. Isto porque pode existir uma relação inversa caso o recurso a financiamento externo proporcionar a empresa outros benefícios, nomeadamente de poupança fiscal, segundo a teoria de *Trade-Off*. Assim, podemos verificar indícios de hipótese da *Pecking Order* no nosso modelo.

No nosso modelo, não foram identificados fatores determinantes do endividamento de médio longo prazo. A razão para estes resultados, pode estar relacionado com o número reduzido da nossa amostra.

Comparativamente aos resultados de outros estudos entre PME's e grandes empresas, os nossos resultados não se assemelham. Temos o exemplo dos resultados obtidos por Junior (2012), Novo (2009) entre outros.

Capítulo 6

Conclusão

A principal razão para este estudo prende-se com a falta de estudos existentes com o objetivo de dar um contributo maior para a explicação da estrutura de capitais Portuguesas, através do estudo mais centrado no setor do comércio, e nas empresas de menor dimensão.

Nos últimos anos, muitos estudos têm surgido à volta da estrutura de capitais, centrando-se na estrutura de capital ótima e na análise dos determinantes da estrutura de capital.

Para este estudo, em primeiro lugar, procedemos a uma análise específica do setor e pelo tipo de empresa para o período em análise (2007-2011), dando ênfase às análises de rácios relacionados com o endividamento.

Numa segunda fase, o estudo incidiu sobre uma abordagem simplificada das principais teorias sobre a estrutura de capitais, com maior ênfase na abordagem dos estudos empíricos sobre os fatores determinantes do endividamento. Com base nesses estudos empíricos, definimos as hipóteses a testar no nosso modelo.

Através dos resultados obtidos, podemos concluir que olhando para o endividamento total, no âmbito das micro e pequenas empresas comerciais, são fatores determinantes: *Risco, Crescimento, Outros Benefícios Fiscais, Dimensão, Tangibilidade, Rendibilidade, Idade e Cash Flows*. Mais se concluiu que o *Risco, os Outros Benefícios Fiscais, a Rendibilidade, os Cash Flows e a Idade* estão negativamente relacionados com o rácio de endividamento total. Quanto às empresas de grande dimensão do setor do comércio, o único fator determinante é a *Rendibilidade*, que apresenta uma relação inversa com o endividamento.

Pela análise do segundo rácio analisado, endividamento com vertente no médio e longo prazo, concluímos que para as empresas micro e pequenas comerciais *Risco, Crescimento, Dimensão, Tangibilidade, Rendibilidade, Idade e Cash Flows* são fatores determinantes de endividamento, sendo a *Rendibilidade* e os *Cash Flows* os determinantes que estão inversamente relacionados com o endividamento de médio longo prazo. Para as empresas grandes, não foi encontrado nenhum determinante que afete significativamente o endividamento de médio longo prazo.

Em suma, podemos considerar que relativamente às micro e pequenas empresas portuguesas, os fatores que em geral são influenciadores da dívida para outros países, são também em Portugal. Contrariamente às empresas de grande dimensão, em que os fatores não têm significativa influência no endividamento.

Para estudos futuros, será interessante alargar a outros fatores determinantes como a raridade do produto (*uniqueness*). Igualmente interessante, seria alargar este estudo à investigação da influência das teorias da *Pecking Order* e da *Trade-Off* no setor do comércio.

Bibliografia

Ang, J. S. (1991). Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management. *Journal of Small Business Finance* 1(1), 1-13.

Babo, M. (2009). “A estrutura do Capitais das Empresas Portuguesas-Um estudo Empirico”, Dissertação de Mestrado de Finanças, Universidade Católica Portuguesa, Faculdade de Economia e Gestão.

Baskin, J. (1989). An Empirical Investigation of The Pecking Order Hypothesis. *Financial Management* 18(1), 26-35.

Bradley, M., Jarrel, G. e Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance* 39, 857-878.

Brito, G., Corrar, L. e Batistella, F. (2007). Fatores Determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista de Contabilidade e Finanças da USP, São Paulo* 43, 9-19.

Costa, C. (2010). “Modelo gestão para Micro e Pequenas Empresas”. Projeto de Mestrado em Gestão, ISCTE Business School.

Couto, G. e Ferreira, S. (2010). Os determinantes da estrutura de capital de empresas do PSI20. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão* 9 (1-2), 26-38.

Daskalakis, N., e Psillaki, M. (2009). Do Country or Firm Factors Explain Capital Structure? Evidence From SMEs in France and Greece. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1341883.

DeAngelo, H. e Masulis, R. (1980). Optimal capital Structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics* 8, 3-29.

Diamond, D. W. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. *Journal of Political Economy* 97, 828-862.

Donaldson, G. (1961). "Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity". Boston: Graduate School of Business, Harvard University Press.

Durán, J. e Úbeda , F. (2005). *The Capital Structure of the Spanish Multinationals Firms. A Pecking Order Strategy*. Working Paper, Universidade Autónoma de Madrid.

Durand, D. (1952). Cost of Debt and Equity Funds for Business: Tends and Problems of Measurement. *Conference on Research on Business Finance*.

Fama, E. F. e Miller, M. (1972). *The Theory of Finance*. New York, Hold, Rhinehart, and Wiston.

Fernandes, A. (2012). " *Estudo Empírico sobre os Determinantes da Estrutura de Capital no Setor Bancário*", Dissertação de Mestrado em Gestão, Universidade dos Açores

Gama, A. (2000). *Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas*. Porto: Associação da Bolsa de Derivados do Porto.

Gitman, L. (2003). *Princípios de Administração Financeira*. São Paulo: Prentice-Hall, 10ª Edição.

Gujarati, D. (2003). *Basis Econometrics*. Irwin: McGraw-Hill, 4th Edition.

Harris, M. e Raviv, A. (1991). Capital Structure and the information role of debt. *Journal of Finance* 45, 321-349.

IAPMEI: Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento, www.iapmei.pt.

INE (2012). “Estatísticas do Comércio - 2012”
file:///C:/Users/Utilizador/Downloads/Estatisticas_comercio_2012WEB.pdf.

INE (2011). “Estatísticas do Comércio - 2011”
file:///C:/Users/Utilizador/Downloads/EC_2011_1.pdf.

INE (2008). “Estudos sobre Estatísticas das Empresas, 2008”

Jensen, M. C. e Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360.

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329.

Junior, F. (2012). “A estrutura do Capital das PME’s e das Grandes Empresas: Uma análise comparativa”. Dissertação de Mestrado em gestão, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

Jorge, S. e Armada, M. (2001). Factores Determinantes do Endividamento: Uma análise de Painel. *Revista de Administração Contemporânea* 5(2), 9-31.

Modigliani, F. e Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *The American Economic Review* 48(3), 261-297.

Modigliani, F. e Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review* 53(3). 437-447.

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

Myers, S e Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investments Decisions: When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.

Novo, A. (2009). “Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas: Evidência no Mercado Português”. Aveiro: Dissertação de Mestrado, Universidade de Aveiro.

Petersen, M. e Rajan, R. (1994). The benefits of lending relationships: evidence from small business data. *The Journal of Finance* 49(1), 3-37.

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.

Ramalho, J. e Silva, J. (2009). A Two-Part Fractional Regression Model For The Financial Leverage Decisions of Micro, Small, Medium and Large Firms. *Quantitative Finance* 9(5), 621-636.

Remmers, L., Stonehill A., Wright R. e Beekhuisen, T. (1974). Industry and Size as Debt Ratio Determinants in Manufacturing Internationally. *Financial Management*, 24-32.

Romano, C. A., Tanewski, G. A. e Smyrnios, K. X. (2000). Capital Structure Decision Making: A Model For Family Business. *Journal of Business Venturing* 16, 285-310.

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

Scott, J.H. (1976). A theory of Optimal Capital Structure. *Bell Journal of Economics* 74 (1), 33-54.

Serrasqueiro, Z., Nunes, P. e Silva, J. (2011). Are Capital Structure Decisions of Family-Owned SMEs Different? Empirical Evidence From Portugal. *Centro de Estudos e Formação Avançada em Gestão e Economia – Universidade de Évora*. 11, 1-38.

Sogorb-Mira, F. e Gracia, J. (2003) “*Pecking Order Versus Trade-off: An Empirical Approach to the Small and Medium Enterprise Capital Structure*”. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.

Song, H. (2005). “*Capital Structure Determinants An Empirical Study of Swedish Companies*”. Centre of Excellence for Science and Innovation Studies.

Stulz, R. M. e Johnson, H. (1985). An Analysis of Secured Debt. *Journal of Financial Economics* 14, 501-521.

Shyam-Sunder, S. e Myers, S. (1999). Testing Static Trade-Off Against Pecking Order of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*.

Titman, S. e Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure choice. *Journal of finance* 43, 1-19.

Vieira, E. e Novo, A. (2010). A Estrutura de capital das PME: evidência no mercado Português. *Estudos do ISCA*, IV, 2.

Weston, F. e Brigham, E. (1981). *Managerial Finance*. Hinsdale: The Dryden Press, 7th Edition.