



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Estrutura de capitais e qualidade da informação

Trabalho Final na modalidade de Dissertação apresentado à Universidade
Católica Portuguesa na obtenção do grau de Mestre em Finanças.

Por

Ana Rita Marques Mendes

Prof. Paulo Alves

Prof. Ricardo Cunha

Católica Porto Business School

2018

Agradecimentos

Ao Prof. Paulo Alves e Prof. Ricardo Cunha, por toda a disponibilidade, ajuda, apoio e orientação que foi essencial em relação à elaboração do trabalho final de mestrado.

Aos grandes pilares da minha vida, a minha avó e a minha mãe, por me terem apoiado a todos os níveis desde o início do mestrado até ao presente, encorajando-me a tornar-me numa melhor profissional e ser humano, todos os dias.

Ao meu namorado por me ter dado motivação para seguir com este desafio.

Aos meus colegas de trabalho da Interactive Brokers que durante este período foram bastante compreensivos em relação à minha dedicação à tese.

Resumo

Esta dissertação, tem como fim estudar mais aprofundadamente a estrutura de capitais de uma empresa e relacionar a mesma com a respectiva qualidade de informação.

São estudados os determinantes de estrutura de capital de uma empresa, após esta análise é discutido como estes determinantes de estrutura de capital poderão afectar a qualidade de informação demonstrada por uma empresa.

Um dos principais objectivos na produção da informação financeira por parte das empresas é a minimização do imposto a pagar (Baralesos, 2004). No entanto, este incentivo pode fazer com que as empresas adoptem mecanismos manipuladores com o objectivo de alterar os resultados a divulgar.

O estudo empírico efectuado, é baseado na utilização de um modelo de regressão linear, no período de 2002-2017, para empresas cotadas na bolsa no sector tecnológico, industrial, de retalho, alimentar e de moda. É testado empiricamente alguns factores determinantes para medir a qualidade de informação: dimensão, rentabilidade e endividamento.

Os resultados empíricos apontam para a existência de uma relação não linear mas estatisticamente significativa entre qualidade de informação e respetivos determinantes. As variáveis dimensão e rentabilidade quanto maiores em valor, melhor é a qualidade de informação demonstrada enquanto com um maior nível de endividamento, a qualidade de informação é menor.

Palavras-Chave: Estrutura de capital, Teoria de Modigliani e Miller, Determinantes da estrutura de capitais, Teoria do *Trade-off*, Teoria de *Pecking Order*, Qualidade de informação, *Accruals*.

Abstract

This dissertation aims to study in depth the capital structure of a company and to relate it to the respective quality of information.

The determinants of capital structure of a company are studied after this analysis is discussed how these determinants of capital structure can affect the quality of information demonstrated by a company.

One of the main objectives in the production of financial information by companies is the minimization of tax payable (Baralesos, 2004). However, this incentive may lead companies to adopt manipulative mechanisms with the aim of changing the results to be disclosed.

The empirical study is based on the use of a linear regression model, for the period 2002-2017, for quoted companies in the technological, industrial, retail, food and fashion sectors. It is empirically tested some determinants to measure the quality of information: size, profitability and indebtedness.

The empirical results point to the existence of a non-linear but statistically significant relationship between quality of information and its determinants. The variables dimension and profitability, the higher the value, the better the quality of information, while the higher the level of indebtedness, the lower the quality of information.

Keywords: Capital Structure, Modigliani and Miller Theory, Determinants of Capital Structure, Trade-off Theory, Pecking Order Theory, Information Quality, Accruals.

Índice

Agradecimentos	3
Resumo	5
Abstract.....	7
Índice de Figuras.....	11
Índice de Tabelas	11
Abreviaturas.....	13
Capítulo 1	14
Introdução	14
Capítulo 2	16
Revisão de Literatura.....	16
2. Estrutura de capitais e qualidade de informação	16
2.1. Qualidade de informação financeira	16
2.1.1. Enquadramento da temática da qualidade da informação financeira	16
2.1.2. Medidas de qualidade de informação	19
2.1.3. Manipulação de resultados	20
2.1.4. Informação assimétrica	21
Capítulo 3	23
3. Enquadramento de estrutura de capitais	23
3.1. Estrutura de capitais.....	23
3.1.1. Teoria de Modigliani e Miller	24
3.2. A teoria do <i>trade-off</i>	25
3.2.1 A teoria estática do <i>trade-off</i>	26
3.2.2 Custos de Agência	27
3.3. Custos de falência	28
3.4. Teoria de <i>Pecking Order</i>	29
3.5. Teoria <i>Market Time</i>	31
Capítulo 4	32
4. Enquadramento dos Determinantes de Estrutura de Capitais.....	32
4.1 Determinantes de Estrutura de Capitais	32
Endividamento.....	32
Dimensão	33
Rentabilidade	33
Capítulo 5	34
5. Determinantes da estrutura de capital e qualidade de informação	34

5.1	Endividamento e qualidade de informação	34
5.2	Dimensão e qualidade de informação	35
5.3	Rentabilidade e qualidade de informação	36
Capítulo 6		37
Metodologia		37
6.1.	Método de investigação	37
6.2.	Variável dependente - Qualidade de informação	38
6.3.	Estimação da métrica da Qualidade de informação	39
6.4	Variáveis independentes	41
6.5	Apresentação e descrição dos dados	42
6.6	Estatísticas Descritivas	43
6.7	Matriz de correlações e estatísticas descritivas	44
6.8	Resultados de estimação	45
Capítulo 7		49
Conclusões, Contributos, Limitações e sugestões para investigação futura		49
7.2.	Limitações de estudo	50
7.3.	Sugestões para investigação futura	50
Referências Bibliográficas:		52

Índice de Figuras

Figura 1 – Teoria estática do <i>Trade-off</i>	26
Figura 2 – Teoria de <i>Pecking Order</i>	30

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Tabela de estatísticas descritivas	43
Tabela 2 – Tabela Matriz de correlações de Pearson	44
Tabela 3 – Tabela de Regressão	45

Abreviaturas

CF – *Cash flows*

CFO – *Cash flow* de operações

QI – Qualidade de informação

VAL – Valor Actual Líquido

PAT - Teoria Positiva da Contabilidade

Capítulo 1

Introdução

Um dos grandes objectivos de uma empresa é minimizar o custo total de financiamento e maximizar o valor para o acionista (Friedman, 2007). No entanto, para alcançar este objectivo, isso irá depender de como as empresas têm definida a sua estrutura de capitais e como escolhem o tipo de financiamento.

A estrutura de capitais de uma empresa tem sido um dos temas mais abordados pela ciência económica e financeira desde os estudos de Modigliani e Miller (1985). No entanto, nem sempre as empresas conseguem representar uma estrutura de capitais sólida o que posteriormente leva a uma maior alavancagem e que se traduz numa menor qualidade de informação.

Para recorrer à obtenção de crédito, a respetiva entidade credora, exige à empresa devedora documentação que demonstre a performance financeira actual e que permitirá avaliar o estado de actividade presente da empresa em causa, permitindo fazer uma previsão do que poderá o seu comportamento no futuro e verificar o nível de risco do pagamento do montante que ficará em dívida (Berger e Udell, 2002).

Ou seja, tanto os bancos como os investidores financeiros monitorizam a vida das empresas pela informação que lhes é prestada e procuram antecipar os fluxos de caixa futuros que as mesmas são capazes de gerar. É a partir desta avaliação que fazem as suas escolhas no sentido de afectar os recursos disponíveis, aplicando-os nas empresas que demonstrem ter capacidade de demonstrar rentabilidade.

Após a obtenção do empréstimo a empresa continua a ser acompanhada pela respectiva entidade que lhe concedeu o empréstimo que vai avaliando continuamente o cumprimento das responsabilidades mediante as condições propostas e aceites por ambas as partes e analisam periodicamente a sua capacidade de pagamento, mediante a análise de informação contabilística actualizada. Existir esta monitorização serve também como motivação para as empresas manterem a informação financeira com qualidade para que possam manter esta fonte de financiamento.

Tendo em mente que qualidade de informação é toda a informação quantificada e expressa em unidades monetárias que as empresas divulgam ou tornam pública, através das suas

demonstrações financeiras e que seja fidedigna com a realidade financeira da empresa, prevê-se portanto que as empresas com uma maior dimensão sejam as que tenham uma maior qualidade de informação e as empresas mais dependentes de financiamento bancário, ou seja, maior nível de endividamento, sejam as que têm uma maior propensão de demonstrar informação de menor qualidade. Existem duas razões para tal: têm o objectivo que novas operações de crédito sejam aprovadas e porque não pretendem piorar os termos de crédito concedidos ou a conceder.

Capítulo 2

Revisão de Literatura

2. Estrutura de capitais e qualidade de informação

Este capítulo tem como objectivo compreender melhor a relação entre estrutura de capitais e qualidade de informação, sendo o estudo desta relação o cerne da questão de investigação deste trabalho final de mestrado. Na primeira secção é feita um enquadramento da qualidade de informação, posteriormente é feito para os determinantes da estrutura de capitais, e nos capítulos seguintes é feita uma análise conjunta relativamente aos assuntos abordados.

2.1. Qualidade de informação financeira

“Earnings are of good quality if they do not reverse” (Penman 2012)

Este capítulo tem como objectivo compreender melhor os conceitos de informação financeira, onde na primeira secção, dedicada à qualidade de informação, exponho criticamente uma revisão de literatura que possibilita conhecer o modo como tem sido abordada a QI e, a partir daí, formular a definição de QI relevante para este trabalho. Seguidamente apresento a Teoria Positiva da Contabilidade como origem dos estudos.

2.1.1. Enquadramento da temática da qualidade da informação financeira

A expressão QI pode ser decomposta, em duas partes de modo a tornar mais facilmente explicável e compreensível: “a informação financeira” e a respectiva “qualidade”. É considerada “informação financeira” toda a informação quantificada e expressa em unidades monetárias que

as empresas divulgam ou tornam pública, através das suas demonstrações financeiras, em conformidade com um conjunto de normas contabilísticas de aceitação generalizada¹.

Merece realce sobre este tema, o trabalho de Ball e Brown (1968), onde pela primeira vez se testa a informação financeira é útil para os investidores. Num desenho de investigação simples, mostram os autores que no preço das acções – sintetizado nos retornos de mercado – as boas e as más notícias inerentes à informação financeira produzem efeitos diversos nesse preço.

Porém, o estudo empírico da qualidade da informação tem maiores utilizações do que a referida previamente. A qualidade de informação de uma empresa também pode ser definida como representação fiel do rendimento Hicksian (Hicks 1939) que corresponde ao montante que pode ser consumido pelo utilizador. Este rendimento abstrai-se de contextos de decisão, de regras e reconhecimento de contabilidade e de influência de auditorias. Rendimento Hicksian não é observável, é portanto, usado como benchmark, ou seja, quanto maior for a qualidade dos ganhos, mais perto se encontrará do rendimento Hicksian.

Jonas e Blanchet (2000) dividem em duas categorias as abordagens passíveis de serem utilizadas para estudar tal qualidade: as necessidades do utilizador (*user needs*); a protecção do investidor/accionista (*shareholder/investor protection*). A primeira dessas categorias corresponde à que veio sendo descrita, em que a qualidade é olhada através da utilidade que a informação financeira tem para os seus utilizadores. A informação é útil se for capaz de influenciar as avaliações e decisões dos utilizadores. Em relação à segunda categoria de abordagem, a qualidade é a característica atribuída à informação financeira que é completa e transparente e que não foi concebida para ofuscar nem enganar os seus utilizadores. No entanto, tal como afirmam os referidos autores, os objectivos de cada uma das abordagens não são mutuamente exclusivos, podendo mesmo complementarem-se:

“The objectives of each approach are not necessarily mutually exclusive; in many respects, they reinforce each other.” (Jonas e Blanchet, 2000)

¹ Esta definição demarca o presente estudo de outros nesta área, nos quais se incluem, por exemplo, a investigação sobre os itens de linha (valores de cada conta, apresentada em linha, nas demonstrações financeiras) e informação de rodapé que figuram nos mapas financeiros (Penman, 2003) e a informação divulgada pelas empresas através de outros meios que não as demonstrações financeiras (Jonas e Blanchet, 2000). Sabemos que o relatório financeiro de uma empresa reflecte a informação da performance desta com o objectivo de realizar decisões económicas e financeiras benéficas para o próprio negócio (Lev, 1989).

Os trabalhos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), no final dos anos 60, marcam o início da investigação moderna em Contabilidade. A prova de que a informação financeira é útil para os investidores, a partir do impacto no preço das acções, foi bastante importante para impulsionar o estudo deste tema. Sob o pressuposto da eficiência dos mercados, apenas a informação de qualidade, refletindo a situação verdadeira da empresa, é relevante para os investidores.

Em 1978, com o trabalho de Watts e Zimmerman, é apresentada a formulação da Teoria Positiva da Contabilidade (PAT). Sabemos que os números contabilísticos são usados para escrever e monitorizar a actividade de uma empresa. No entanto, os gestores podem por interesses particulares ou outros incentivos, adoptar comportamentos oportunistas e alterar a informação contabilística desta. Foi este mesmo comportamento que Watts e Zimmerman (1978) observaram, considerando três hipóteses da Teoria Positiva de Contabilidade no seu estudo: a hipótese da compensação salarial, a hipótese dos contractos de dívida e a hipótese dos custos políticos. A primeira hipótese diz-nos que os gestores tendem a antecipar resultados futuros no sentido de maximizarem a respectiva remuneração presente. A segunda hipótese existindo contratos ancorados em rácios contabilísticos cuja ultrapassagem implique penalizações para a empresa, os gestores tendem a fazer escolhas contabilísticas, antecipando resultados futuros, de modo a evitar tais penalizações. A última hipótese diz que se a empresa é muito visível aos olhos da opinião pública, isso pode levar o poder político ou o regulador sectorial a ter actuações que levem à penalização da empresa, por exemplo por via de uma maior carga fiscal, é provável que o gestor adopte políticas contabilísticas que difiram resultados do período corrente para períodos seguintes.

Os autores Easley e O' Hara (2001) desenvolveram um modelo de multi-activos de expectativas racionais em que o mercado privado versus o mercado público afecta a obtenção de lucros e conseqüentemente o custo de capital. No seu modelo, uma quantidade elevada de informação privada, leva a um aumento de número de investidores pouco informados visto que os investidores que são possuidores de informação privada são mais capazes de melhorar o seu *portfolio* com o objectivo de obter vantagens da nova informação disponível.

Investidores pouco informados estão perante informação assimétrica que irá requerer maior nível de retorno (cobram um maior custo de capital) como compensação. Este cenário pode ser combatido ao diminuir a quantidade de informação privada detida pelas empresas ou através do aumento da precisão (qualidade da informação disponível ao público como a qualidade que está disponível no mercado privado). Melhor qualidade de informação transmite assim maior segurança aos investidores (Easley e O'Hara, 2004).

2.1.2. Medidas de qualidade de informação

Para medir a qualidade de informação, existem três tipos de indicadores: rendimento, cash e *accruals*. A medida de qualidade de informação baseada na aproximação de cash significa que uma maior qualidade de informação aparece em relatórios de análise financeira (eg. Harris et al. 2000; Rajee t al. 2002) e em livros de demonstrações financeiras (e.g. Palepu et al. 2000, 3-11).

Das medidas contabilísticas mais usadas para detectar os traços deixados pela manipulação, os *accruals* são a principal. Os *accruals* são, essencialmente, um ajustamento temporário que transporta os fluxos de caixa através dos períodos de tempo. No modelo contabilístico, eles reduzem os problemas de “*timing and matching*” nos subjacentes fluxos de caixa, permitindo apresentar uma imagem mais precisa da performance económica da empresa². Contudo, cumprem este benefício com o custo de se efectuarem, em determinadas situações, pressupostos e estimativas acerca dos fluxos de caixa futuros, o que implica a possibilidade de existirem erros de estimação e ruído (Dechow e Dichev, 2002). Deste modo, a qualidade da informação financeira pode alterar-se em função dos *accruals* mesmo na ausência de manipulação de resultados intencional (Dechow e Schrand, 2004). Perante os prós e contras dos *accruals*, diversos autores procuraram compreender a sua influência sobre a QI.

Existem investigações que procuram compreender a influência dos *accruals* na utilidade da informação financeira através do teste da associação entre resultados e fluxos de caixa futuros. Estas mesmas concluíram que a desagregação dos resultados contabilísticos nas suas principais componentes (fluxos de caixa e *accruals*) permitem prever melhor os fluxos de caixa futuros da empresa e, portanto, tornam-se mais úteis para os investidores (Sloan, 1996; Dechow, 1994). Daí se infere que os *accruals* têm informação importante para se poderem antecipar os futuros fluxos de caixa. O autor Barth (2001) consegue alcançar outra ideia em que desagregando os *accruals* é possível mostrar que cada uma das suas componentes reflecte informação diferente acerca dos fluxos de caixa futuros e, por isso, a respectiva desagregação melhora significativamente a sua capacidade de previsão.

²Os problemas de “*timing and matching*”, dizem respeito ao desencontro que existe entre a entrada ou saída de dinheiro numa empresa e as operações subjacentes a esses fluxos de caixa. Vejamos com um exemplo. Quando a empresa vende a crédito, se a contabilidade registasse essa venda apenas quando recebe o dinheiro da mesma, ter-se-ia que esperar pelo recebimento para fazer reflectir essa venda nos resultados da empresa. Assim, a contabilidade contorna esse problema de *mismatching* (desencontro) entre a venda e o recebimento, considerando imediatamente a venda como proveito a influenciar positivamente o resultado desse exercício.

A medida de qualidade de informação adoptada nesta dissertação será a medida baseada nos *accruals*.

2.1.3. Manipulação de resultados

A informação financeira tem por objectivo ser útil a quantos a utilizam e para tal, os resultados contabilísticos devem reflectir adequadamente, de forma completa e transparente, o desempenho operacional da empresa, ser um bom indicador do desempenho operacional futuro e permitir aceder ao valor da empresa (Dechow e Schrand, 2004).

Quando observado, os resultados operacionais anormais reflectem desvios inesperados entre resultados e fluxos de caixa operacionais que tornam mais difícil para os credores estimar de forma confiável os fluxos de caixa operacionais futuros.

Uma grande proporção da literatura neste ramo tem-se debruçado sobre as formas de detectar a manipulação de resultados, com o intuito de perceber como e quando ela tem lugar. Dadas as insuficiências das metodologias existentes, os investigadores têm privilegiado amostras de empresas onde haja fortes incentivos à manipulação – pois nesses casos é maior a probabilidade de detectar indícios da respectiva existência – e medidas de manipulação abrangentes como as que se baseiam nos *accruals* (Healy e Wahlen, 1999). Descobrir os incentivos que presidem à manipulação dos resultados é, pois, um dos primeiros aspectos a resolver neste tipo de estudos. Algumas das motivações consideradas nos estudos foram: expectativas de mercado de capitais e avaliação; contratos escritos com base em números contabilísticos; e regulamentações governamentais (Healy e Wahlen, 1999).

A manipulação dos resultados passa a ser um novo ramo de investigação. Para Healy e Whalen (1999),

“Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.”

A manipulação dos resultados ocorre quando as escolhas contabilísticas dos gestores têm como objectivo modificar a informação financeira divulgada para esconder o verdadeiro desempenho económico da empresa ou alterar os resultados contratuais que dependem dessa mesma informação, servindo os seus próprios interesses em detrimento das outras partes que estão contratualmente ligadas à empresa. Nestas circunstâncias, a qualidade da informação tende

a deteriorar-se pois esta deixa de ser completa e transparente, podendo enganar os seus utilizadores.

Na próxima secção é estudado um dos contributos de estudo que permitiu definir qualidade de informação.

2.1.4. Informação assimétrica

Informação assimétrica é um assunto primeiramente abordado por Akerlof (1970) através do problema dos limões. Supondo que estamos perante uma situação em que existem boas e más oportunidades de investimento, visto que os investidores não conseguem distinguir quais são as boas oportunidades e quais são as más devido à pouca informação exacta disponível no mercado, existe uma propensão para a escolha de maus investimentos desistindo inconscientemente das boas oportunidades. Como resultado, os bons projectos de investimento são subavaliados e desta forma abandonados. Existem algumas soluções propostas para o problema dos limões por Healy e Palepu (2001). A primeira solução é a existência de contractos óptimos entre investores e gestores da empresa que permitam divulgar informações privadas. A segunda solução é estabelecer regulamentação para que os gestores divulguem a sua informação privada. A última é a introdução de intermediários de informação como analistas e agências de *rating* para descobrir informações que somente os gestores possuem.

Nas teorias de estrutura de capital, é assumido que os gestores das empresas possuem informação privada relativamente a características da empresa como por exemplo: possíveis fluxos de retorno ou oportunidades de investimento. Os primeiros estudos relativamente a este tipo de comportamento foram realizados por Ross (1977) e pelos autores Leland e Pyle (1977) em que referem que a abordagem utilizada para a escolha da estrutura de capitais transmite aos investidores, após respectiva análise, a informação que se encontrava infiltrada na empresa. Por outras palavras, a estrutura de capitais está desenhada para mitigar as ineficiências na tomada de decisões de investimento causada pela informação assimétrica.

Os autores Myers e Majluf (1984) mostraram que, se os investidores estão pouco informados relativamente aos gestores da empresa, sobre o valor dos activos da mesma, então o valor do capital próprio poderá estar mal avaliado pelo mercado. Se as empresas são obrigadas a financiar novos projetos ao emitir capital próprio o facto de o preço estar sub-avaliado pode ser uma causa tão grave que os novos investidores capturam mais do que o Valor actual líquido (VAL) do novo projeto, resultando numa perda líquida para os acionistas existentes. Sabendo que os projectos só são aceites como projectos de investimento se o seu VAL for positivo, neste cenário

o projeto será rejeitado mesmo obtendo VAL positivo. Este cenário poderá ser evitado se a empresa puder financiar o novo projecto usando títulos que não se encontrem tão subvalorizados no mercado. Temos o caso dos fundos internos e dívidas sem risco, e desta forma, estes instrumentos serão preferidos do que o capital próprio da empresa³.

³ De acordo com Myers (1984) esta é chamada a teoria de *Pecking Order* (cuja análise será feita em profundidade mais tarde) da qual ideia defende que a estrutura de capital será motivada pelo desejo de financiar novos projectos de investimento, utilizando dívida de baixo risco sendo o capital próprio utilizado como último recurso.

Capítulo 3

3. Enquadramento de estrutura de capitais

Estrutura de capital é o estudo da forma pela qual uma empresa se financia, ou seja, como as respectivas fontes de recursos estão distribuídas. É importante saber, se a empresa se financia através de capitais próprios ou alheios. Os primeiros estudos relativamente a este tema remontam ao ano 1952, quando Durand apresenta uma corrente fundamentada e credível que explica como é influenciada a estrutura de capitais das empresas. Ou seja, o valor da empresa é maximizado quando se encontra uma estrutura de capital óptima, combinando os dois tipos de capitais (alheio e próprio).

Brealey, Myers e Marcus (2003) definem estrutura de capitais como o conjunto de títulos de uma empresa, sendo que a mesma, não se encontra fixa e pode sofrer alterações ao longo do ciclo da vida da empresa, em conformidade com as decisões de financiamento tomadas durante o período em causa. A obtenção de uma estrutura de capitais óptima é um dos grandes desafios de qualquer empresa em que o objectivo principal é minimizar o custo total de financiamento e maximizar o valor para o acionista (Gomes, 2012).

3.1. Estrutura de capitais

Este capítulo tem como objectivo explicar o que é a estrutura de capitais, começando com o estudo feito por Modigliani e Miller (1958), num cenário com impostos e sem impostos.

Seguidamente, serão estudadas a teoria do *trade-off* e a teoria de *pecking order*, estas teorias fazem parte das abordagens teóricas condicionais, em que estas podem ser divididas em dois grupos: o primeiro grupo, é constituído pelas teorias estáticas. As teorias estáticas baseiam-se principalmente na busca de uma estrutura de capital óptima usando o conhecimento geral da teoria económica. Estas são apoiadas pelos estudos empíricos sobre o comportamento real das empresas. Inclui-se aqui a teoria de Modigliani e Miller de Franco Modigliani e Merton Miller (1958) e outros estudos clássicos da estrutura de capital. Este grupo pode também incluir a teoria do compromisso, conhecida pela teoria do *Trade-off*, representada por J.B. Warner, H. DeAngelo (1988). O objectivo de todas estas teorias é comum: procuram todas responder à questão: se há algum propósito de estado de equilíbrio da empresa (logo, teoria estática) considerando a relação entre o valor de mercado e a estrutura de capital escolhida e, em caso afirmativo, como alcançá-lo através de decisões financeiras específicas.

O segundo grupo caracterizado pelas teorias dinâmicas, é representado por Stewart Myers (1984) e a sua teoria de *Pecking Order*, baseado nos estudos empíricos de Gordon Donaldson (1962) e Myers e Majluf (1984). Segundo a teoria dinâmica os gestores de uma empresa não optimizam a sua estrutura de capitais, período a período, como observado na Teoria Estática, mas sim como resultado de um processo dinâmico que tem em consideração os custos associados aos ajustes da estrutura de capitais. Desta forma, em qualquer momento considerado, as empresas podem desviar-se de sua estrutura de capitais óptima.

3.1.1. Teoria de Modigliani e Miller

“If the total value of the stock “cake” (preferred and ordinary stocks together) is fixed, the owners of the company (usually shareholders) do not care how the cake is cut” (Brealey and Myers, 1992)

Uma das primeiras análises mais relevantes para a compreensão da estrutura de capitais de uma empresa, foi feita por Modigliani e Miller (1958), em que os autores desenvolveram um estudo sobre os determinantes que influenciavam a estrutura de capitais das empresas, publicado através do artigo: *“The Cost of Capital Corporate Finance and Theory of Investment”*, recorrendo ao conceito de equilíbrio de mercado. Este tudo serve nos dias de hoje como pilar de pensamento económico e financeiro.

De acordo com os autores, considerando que os mercados de capitais são perfeitos e que não existem fricções como impostos, custos de transação, custos de falência e custos de agência, a estrutura de capitais é irrelevante para a determinação do valor e do custo de capital de uma empresa e que o endividamento da empresa, terá impacto apenas no custo do capital próprio. Ou seja, o valor da empresa apenas é determinado a partir dos activos da empresa e não do nível de endividamento e proporção de capitais.

A teoria de Modigliani e Miller baseia-se em pressupostos que não correspondem a condições reais de mercado. Por esta razão, os autores no seu novo trabalho *“Corporate Income Taxes and the Cost of Capital” A Correction* (1963), admitem a influência da tributação do rendimento no custo médio do capital e no valor de mercado da empresa. De acordo com este trabalho, a crescente dívida faz com que o custo médio do capital diminua sob a influência do imposto dos juros. O retorno sobre o património e o valor de mercado também aumentam e, portanto, a empresa deve aumentar sua parcela de dívida considerando a sua estrutura de capital.

Isto significa, no entanto, que a empresa tenha que maximizar o montante da sua dívida e custos associados, sem considerar outros factos relevantes.

Não obstante do importante contributo dos estudos realizados por Modigliani e Miller, (1958) é importante relembrar que existem outros elementos que influenciam a estrutura de capitais de uma empresa: custos de agência, custos de falência e efeitos fiscais que são abordados nas secções seguintes.

3.2. A teoria do *trade-off*

A teoria do *trade-off* é considerada uma abordagem teórica condicional que faz parte do grupo das teorias estáticas. A primeira abordagem relativamente a esta teoria tem lugar nos estudos pioneiros de Modigliani e Miller (1963), isto porque, ao deixar de se considerar o pressuposto da existência de mercados perfeitos, o verdadeiro valor da empresa poderá ser questionado.

A teoria de *trade-off* sugere que existe uma estrutura de capital óptima que maximiza o valor da empresa ao equilibrar os custos e benefícios de uma unidade de dívida adicional caracterizando-se como modelos de *trade-off*. Temos como exemplo prático a situação de quando as empresas procuram níveis de dívida no sentido de equilibrar as vantagens fiscais da dívida adicional em comparação com os custos de falência. Esta teoria níveis de dívida moderada por empresas que pagam impostos.

De acordo com Myers (1984) e Baskin (1989), as empresas com maior nível de lucro numa determinada indústria têm menor necessidade de recorrer a financiamento externo do que as empresas com um nível inferior de lucro, ou seja, com um maior lucro, existe menor nível de endividamento. Uma empresa que apresente alta rentabilidade significa que a empresa tem um maior rendimento tributável para proteger e que a empresa pode responder a um nível mais alto de dívidas sem aumentar as dificuldades financeiras. As empresas com activos tangíveis relativamente seguros, também demonstram ter uma menor necessidade de financiamento externo do que empresas com activos intangíveis com risco.

Ainda dentro desta mesma teoria são apresentados dois modelos: o modelo teoria de *trade-off* estática e o modelo baseado nos custos de agência, que serão abordados, respectivamente, de seguida.

3.2.1 A teoria estática do *trade-off*

De acordo com Myers (1984) existe uma relação ideal entre o rácio *debt to value* em que a estrutura de capital se move gradualmente até atingir o ponto óptimo. Este modelo da teoria de *trade-off* tem como base os custos de falência e os benefícios fiscais e defende que para a obtenção de uma estrutura de capitais óptima uma empresa tem de arranjar uma conciliação entre os benefícios fiscais e os custos do endividamento, mantendo constante os activos da empresa e os projectos de investimento. As empresas deverão substituir dívida por capital, ou capital por dívida. Com esta ideia em mente, o endividamento é uma decisão benéfica para uma empresa visto que, até um limite, leva a uma poupança fiscal (quando a empresa gera resultados).

Para uma melhor compreensão deste estudo, é representado na figura 1, a teoria estática do *trade-off* num gráfico adaptado da análise feita por Myers (1984). Pode-se concluir que há medida que o endividamento de uma empresa cresce o valor actual do benefício fiscal aumenta, no entanto o valor de mercado da empresa após o ponto óptimo começa a diminuir.

Em relação ao valor actual dos custos de agência, estes demonstram aumentar com o nível de endividamento em que o valor de mercado da empresa cresce também no mesmo sentido.

De acordo com Myers (1984), as empresas irão preferir financiar até ao limite em que o valor marginal dos benefícios fiscais sobre o endividamento adicional compensa pelo aumento do valor dos custos financeiros.

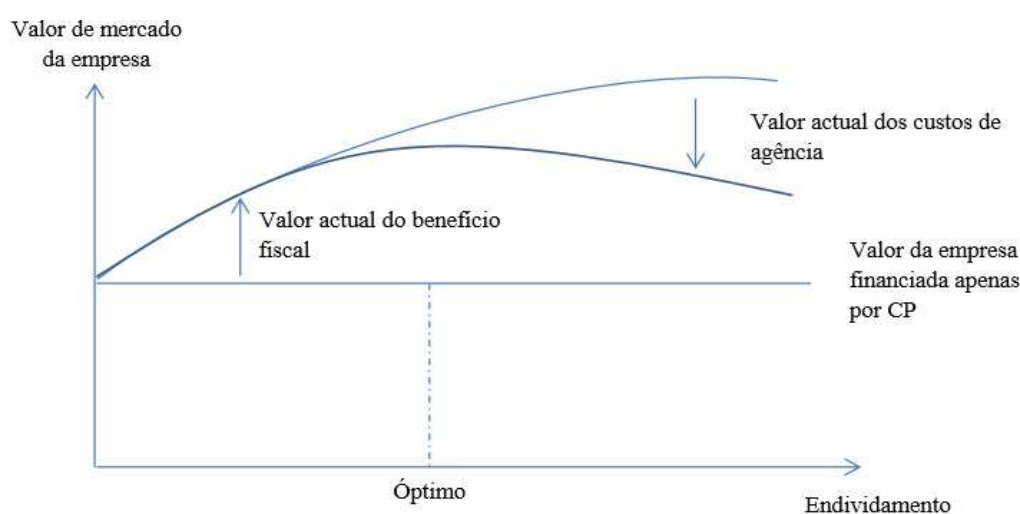


Figura 1 – Teoria estática do *trade-off*

Para compreender melhor a teoria de *trade-off*, será abordado seguidamente o segundo modelo. Fonte: Adaptado de Myers (1984) custos de agência.

3.2.2 Custos de Agência

De acordo com Jensen e Meekling (1976), é inevitável a existência de custos de agência no financiamento das empresas. Os gestores de uma empresa e os respectivos agentes, agirão de acordo com os seus próprios interesses, com o objectivo de maximizar a sua riqueza em detrimento dos interesses e da riqueza dos accionistas.

Os investidores podem desencorajar estes comportamentos de transferências de valor através de vários mecanismos de monitorização e controlo, incluindo a supervisão de directores independentes e da ameaça de *takeover*. Apesar de se obter vantagens na adopção destas práticas, estes mecanismos têm custos elevados. Em alguns cenários, também os gestores podem ser pagos para gastar os recursos disponíveis (*bonding costs*) para garantir que os mesmos não adoptem decisões que poderão vir a prejudicar o investidor ou então para assegurar que o investidor não será compensado se o gestor realmente avançar com a tomada dessas decisões.

Desta forma os custos de agência podem ser definidos pelos custos de monitorização e pela perda residual, ou de bem-estar, resultantes da diferença entre as reais decisões do agente e a decisão que teria maximizado o bem-estar do investidor.

Jensen e Meckling (1976), demonstram ainda que nenhum indivíduo estará disposto a comprometer o seu bem-estar maximizando uma função que não seja a própria visto que o comportamento é fundamentado no conjunto das preferências e objectivos individuais.

De acordo com Weston e Brigham (2004) os principais conflitos de agência são: entre os acionistas e os gestores (custos de agência do capital próprio) e entre os credores e os acionistas (custos de agência de dívida). Relativamente ao primeiro ponto, é explicado que os interesses dos gestores devem ter como objectivo satisfazer os interesses dos acionistas, no entanto, na realidade isso não acontece, o que leva a um conflito de interesses. No entanto, alguns mecanismos podem ser utilizados para motivar os gerentes a agirem de acordo com os interesses dos acionistas, entre eles estão: a ameaça de demissão e a compensação administrativa.

Em relação ao segundo ponto, o conflito em causa de custo de agência de dívida resulta no facto dos acionistas investirem em projectos de risco elevado quando os mesmos são financiados pelos credores. Com o objectivo de se protegerem, os credores exigem taxas de remuneração mais elevadas e contratos de empréstimo onde a sua posição seja protegida.

Ainda para Leite (2006), os custos de agência apresentam dois obstáculos: reduzir riscos para os investidores e aumentar a participação dos acionistas nas decisões estratégicas das empresas.

3.3. Custos de falência

Estamos perante a existência de custos de falência quando a empresa se encontra num nível elevado de endividamento que impossibilita o cumprimento dos compromissos que a empresa assumiu anteriormente, consequentemente levando-a à falência (Warner, 1977).

Os custos de falência aumentam quando a rentabilidade da empresa diminui e a ameaça destes custos faz com que as empresas com um menor lucro atinjam níveis de alavancagem menores. Similarmente, espera-se que os custos de falência sejam maiores para empresas com um maior volume de ganhos voláteis, o que pode levar a que empresas mais pequenas e menos diversificadas tenham uma alavancagem menor.

Ainda de acordo com Warner (1977) podemos verificar no mundo económico na área dos custos de falência dois tipos de custos: custos directos e indirectos. Relativamente aos custos directos, estes incluem honorários de advogados, pagamentos a contabilistas e o valor temporal dos gestores a administrar a falência. Este tipo de custos surgem quando há custos de transacção associados a disputas de negociação entre revendedores. Sobre os custos indirectos, Warner (1977) afirmou que incluem vendas e lucros perdidos e possivelmente a incapacidade da empresa em obter crédito ou emitir títulos. Este tipo de custos surgem dependendo do tipo de configuração do mercado.

Os autores Baxter (1967) e Jensen e Meckling (1976) sublinham, por exemplo, que as vendas e os lucros de uma empresa podem diminuir, se o seu valor de mercado diminui, quando os potenciais compradores do produto percebem que o mesmo pode entrar em incumprimento. Isto acontece pois os potenciais compradores deste produto têm consigo informação imperfeita e usam a sua percepção da condição financeira da empresa para avaliar as características operativas da mesma.

Altman (1984) reconhece a importância dos custos indirectos numa empresa e desta forma apresenta uma metodologia que tem como objectivo identificar e medir empiricamente estes custos, pois os mesmos têm uma importância acrescida quando se fazem as decisões finais da estrutura de capitais e valorização da empresa. Com este método conseguiu comprovar que

quer os custos directos como os custos indirectos representam vinte por cento do valor da empresa. Assim, devem ser considerados para escolher formas alternativas de financiamento.

Estes custos tornam-se um obstáculo para a opção de financiamento através do capital alheio, pois o aumento do endividamento traduz-se num aumento dos custos de falência.

3.4. Teoria de *Pecking Order*

Esta teoria foi primeiramente apresentada por Donalson (1961) e posteriormente desenvolvida por Myers (1964) e Myers e Majlut (1984), apresentado e que nos diz que as empresas seguem uma determinada sequência hierárquica quando estabelecem a estrutura de capitais. Donalson (1961) concluiu no seu estudo que as empresas optam, pelo autofinanciamento, uma vez que o recurso ao financiamento externo expõe as empresas à análise feita por outras empresas concorrentes e às decisões do mercado de capitais que podem influenciar o comportamento da própria empresa. Desta forma, o recurso ao financiamento externo é adoptado como última hipótese, ou seja, somente num cenário em que os fundos internos não são suficientes para responderem a todas as necessidades da empresa.

Como mencionado anteriormente, a assimetria de informação é uma realidade aplicável na teoria de *Pecking Order*, em que os gestores possuem informação face aos investidores. De acordo com Myers e Majluf (1984), a hierarquia existente na teoria de *Pecking Order* vem solucionar o problema de assimetria de informação existente. No modelo apresentado, os autores demonstraram que existe uma decisão hierárquica de meios de financiamento feita pelos gestores da respectiva empresa. A empresa dá prioridade à utilização de lucros gerados internamente, visto que estes não são afectados pelos problemas de assimetria de informação.

Em suma, a estrutura da teoria de *pecking order* é definida da seguinte forma: as empresas preferem financiamento interno a externo (as assimetrias de informação são consideradas relevantes apenas para o financiamento externo); políticas de dividendos complicadas, de modo que os cortes de dividendos não são utilizados para financiar as despesas de capital e para que as mudanças nas necessidades de caixa não sejam absorvidas em mudanças de dividendos de curto prazo. Se estivermos presente no cenário em que os fundos externos são exigidos para o investimento de capital, as empresas emitirão o título mais seguro para o mercado. Ou seja, primeiro libertam dívida, depois trabalham com títulos e só recorrem a capital próprio como último recurso.

Para finalizar esta análise recorri à interpretação da figura 2 em que mostra a relação entre a escolha de financiamento e o nível de investimento. Quando uma empresa precisa financiar os seus investimentos, eles preferencialmente escolhem fundos internos, como referido anteriormente, como caixa e ativos líquidos, até o limite C que representa a quantidade de fundos internos disponíveis para investimento. Quando o investimento atual excede C, para pagar o restante montante em dívida, a empresa recorre ao financiamento externo. Nesta fase, o financiamento da dívida é utilizado anteriormente ao financiamento de capital próprio e este será usado somente quando o investimento exceder além de D, o que traduz na soma de fundos internos e da dívida emitida para preencher o montante em dívida de financiamento. No caso de o investimento ser inferior ou igual aos fundos internos disponíveis (ponto C), as empresas usarão os recursos internos e não há atividades de financiamento externo para financiar o investimento.

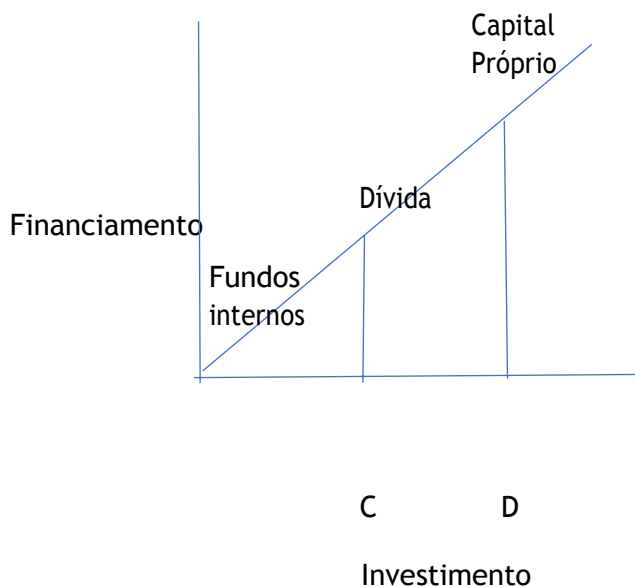


Figura 2 – Teoria de *Pecking Order*

Fonte: Adaptado de Leary e Roberts (2010)

3.5. Teoria *Market Time*

Na teoria de *Market time* as decisões de financiamento são realizadas após uma análise feita pelo gestor das condições de mercado de capitais disponíveis, ou seja, é feita uma análise na escolha da emissão de capital próprio ou à emissão de dívida (Marsh, 1982).

De acordo com os autores Baker e Wurgler (2002), os primeiros investigadores a abordarem a teoria de *Market time* com o nível de endividamento de uma empresa, no mercado de acções utilizando um rácio de *Market-to-book* como proxy. Estes autores defendem que a estrutura de capitais de uma empresa é o resultado acumulado das tentativas anteriores de temporização do mercado de acções pelos gestores, ou seja, as empresas emitem novas acções quando sabem que estão sobreavaliadas e recomparam quando consideram que as suas acções estão subavaliadas. A intenção dos gestores deve ser explorar as flutuações do custo do capital próprio. Consequentemente, os gestores recorrem à emissão de capital próprio para financiar os seus projectos quando a performance do mercado é alta e, quando o custo de capital próprio é baixo.

Todavia, o comportamento de *Market Timing* na emissão de acções foi estabelecido empiricamente, por outros autores, nomeadamente La Porta (1996), La Porta et al. (1998), Frankel e Lee (1998) e Shleifer (2000), em que estes autores defenderam que o rácio *Market-to-book* está inversamente relacionado com a rendibilidade futura das acções e os seus valores extremos estão relacionados com as expectativas extremas dos investidores.

No entanto, para Huang e Ritter (2004), esta teoria baseia-se inteiramente no capital próprio, o que faz com que quando o custo é baixo as empresas vão preferir recorrer ao financiamento através do capital próprio, escolhendo somente a emissão de dívida, quando o montante for elevado.

Por fim, para Miglo (2010), a teoria de *market time* diz-nos que a emissão de capital próprio depende da performance do mercado, desta forma, quando esta tiver uma demonstração de performance favorável, a empresa recorrerá à emissão de capital próprio. Esta decisão está relacionada com o desempenho do valor das acções, optando por emitir apenas quando o retorno das mesmas é elevado.

Capítulo 4

4. Enquadramento dos Determinantes de 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 dos determinantes de estrutura de capitais, um dos elementos de estudo mais importantes na análise da presente dissertação.

Apesar de existir mais determinantes de estrutura de capitais como mencionado pelos autores Rajan e Zingales (1995), neste trabalho final de mestrado apresento os determinantes que serão utilizados para análise posteriormente do estudo de qualidade de informação e estrutura de capitais.

4.1 Determinantes de Estrutura de Capitais

Com a evolução das pesquisas empíricas sobre a teorias de estrutura de capitais foi possível identificar os elementos importantes para estruturação da mesma, conhecidos hoje por, determinantes da estrutura de capitais. Autores como Rajan & Zingales (1995), Frank & Goyal (2009) e Bradley, Jarrel & Kim (1984) focaram as suas pesquisas na procura dos principais determinantes de alavancagem das empresas, integrando os principais elementos das duas mais importantes teorias: *pecking order* e *trade-off*. Existem vários factores que são apontados como determinantes da estrutura de endividamento das empresas, defendidos de diferentes formas por ambas as teorias.

Endividamento

Um dos determinantes da estrutura de capitais é o endividamento, onde foram vários os estudos que analisaram o impacto deste determinante na estrutura de capitais de uma empresa como por exemplo o estudo de Moraes (2005) onde utilizou as teorias do custo de agência, *trade-off* e *pecking order* para identificar os respectivos determinantes. No seu estudo foi confirmada a teoria de *pecking order*, onde era esperada uma relação negativa entre lucro e endividamento.

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

Dimensão

Relativamente à dimensão de uma empresa é defendido que as grandes empresas podem ter uma maior nível de endividamento isto porque as principais teorias relativamente à estrutura de capitais: *Trade-Off* e *Pecking Order* defendem conjuntamente que a dimensão demonstra uma relação positiva com o endividamento. Isto é, a capacidade de endividamento aumenta no mesmo sentido que o crescimento da empresa.

Também segundo Titnam e Wessels (1988), as grandes empresas tendem a ser mais diversificadas quanto ao risco e menos propenso a falência. No mesmo sentido, Rajan e Zingales (1995), afirmaram que empresas maiores têm menor probabilidade de falência, assegurando as instituições de crédito.

Pelo contrário, refere também que a dimensão pode ainda determinar-se como uma proxy para a teoria de assimetria de informação, visto que quanto maior o tamanho da empresa, menor será a assimetria de informação entre os gestores e os investidores, logo será mais fácil o acesso a capitais próprios da empresa, diminuindo, a quantidade de dívida utilizada.

Rentabilidade

Em relação a rentabilidade, os autores Myers e Majluf (1984) defendem existir uma relação negativa com endividamento, uma vez as empresas preferem financiar-se primeiro com recursos próprios do que capitais alheios, ou seja, para os autores quanto maior for o valor da rentabilidade de uma empresa menor será o nível de endividamento na estrutura de capitais devido à sua elevada propensão de autofinanciamento.

Esta ideia é verdadeira caso as empresas sigam a teoria da *Pecking Order*, no entanto, pode haver uma relação simétrica caso o recurso a financiamento externo proporcione à empresa outros benefícios, nomeadamente de poupança fiscal, segundo a teoria de *Trade-Off*.

Capítulo 5

5. Determinantes da estrutura de capital e qualidade de informação

Após a análise individual feita relativamente à qualidade de informação e à teoria de Estrutura de Capitais e dos seus determinantes este capítulo tem como objectivo compreender melhor os conceitos de qualidade de informação financeira e estrutura de capitais quando relacionados, em especial nos principais detentores de estrutura de capitais, alavancagem, rentabilidade e dimensão.

5.1 Endividamento e qualidade de informação

Para analisar a relação entre estrutura de capitais e qualidade de informação é necessário ter em conta o acesso dos credores à informação disponível no mercado, a capacidade de monitorizar a actividade do devedor pelo credor. Nos dois tipos de mercado onde se podem obter crédito: mercado de dívida privada onde as instituições bancárias têm o seu poder de decisão e mercado de dívida pública onde se encontram os detentores de títulos, há que lembrar que as instituições bancárias são as que possuem habilidades superiores de obter e processar informações das empresas visto que as mesmas estão dispostas a partilhar estes dados a um grupo restrito de credores. (Bhattacharya e Chisea(1995)).

Consequentemente, empresas com pior qualidade de informação, ou seja, menor qualidade nos documentos que apresentam informação fidedigna da actividade da empresa, estão sujeitas a um maior custo de juros, com menor maturidade. Desta forma, a qualidade de informação afecta a escolha que os devores têm na sua fonte de financiamento visto que os credores disponíveis no mercado utilizaram recursos diferentes na obtenção de informação e no seu respectivo processamento (Rajan, 2002).

Maior alavancagem é indicativo de uma empresa que está mais próxima das restrições de aliança de dívida, desta forma os gestores de empresa de alavancagem mais altas devem tomar medidas para aumentar o rendimento ou manipular as demonstrações financeiras, de modo a evitar a violação destas restrições (Watts e Zimmerman, 1986). Há evidências de estudos anteriores em que os níveis de dívida estão regularmente associados a medidas de qualidade de

informação, como por exemplo o método contabilístico crescente de rendimento (Bowen et al., 1981; Zmijewski e Hagerman, 1981; Daley e Vigeland, 1983; LaBelle, 1990), ativos utilizados como forma de gestão de resultados reais (Bartov, 1993), *proxies ex post* de má qualidade, como correções de anúncios de lucros (Kinney e McDaniel, 1989), reformulações de relatórios (Efendi et al., 2007). Estudos que usam medidas mais diretas de proximidade à violação da aliança geralmente também apoiam a hipótese da aliança da dívida para escolhas contabilísticas (Sweeney, 1994) e *accruals* discricionários (DeFond e Jiambalvo, 1994), embora DeAngelo et al. (1994) encontra pequenas diferenças entre *accruals* para empresas com e sem alianças de dívida obrigatórias.

Assim, maior alavancagem está associada a ganhos de menor qualidade usando multiplicidade de *proxies*. No entanto, se a qualidade é inferior devido à proximidade de alianças *versus* outros incentivos (por exemplo, preocupações com risco de falência, dificuldades financeiras, necessidade de financiamento externo) ou se pelo contrário, é inferior geralmente devido a poucas oportunidades de investimento, é uma questão ainda por responder (Zimmer, 1986; Skinner, 1993).

5.2 Dimensão e qualidade de informação

Em relação à dimensão da empresa, assume-se que esta se relacione negativamente com qualidade de informação. Estudos primórdios em relação à forma como estas duas variáveis se relacionam dizem que existe ligação negativa entre estas duas variáveis visto que empresas maiores adoptam métodos de análise contabilística de redução dos seus resultados nos seus relatórios em resposta a um maior escrutínio político-regulatório (Jensen e Meckling, 1976; Watts e Zimmerman, 1986).

O tipo de evidência mostrada pode ser bastante diversa e depende essencialmente na natureza do tipo de análise contabilística adoptada e da amostra a ser investigada (Hagerman e Zmijewski, 1979; Zmijewski e Hagerman, 1981; Bowen et al. 1981, Zimmer, 1986).

Para além disso, no estudo feito por Moses (1987), a dimensão da empresa e a participação de mercado estão associadas a mudanças no método de análise contabilística para obter ganhos consistentes (em vez de diminuir).

No entanto, estudos mais recentes, encontram um tipo de análise diferente em que a dimensão de uma empresa está positivamente relacionada com a qualidade de informação demonstrada por uma empresa devido a custos fixos associados à manutenção de procedimentos

de controlo interno adequados em relação ao relatório financeiro, conforme sugerido por Ball e Foster (1982). As pequenas empresas são mais propensas a ter deficiências de controlo interno e são mais propensas a alterar os resultados previamente demonstrados (Kinney e McDaniel, 1989; Ge e McVay, 2005; Doyle et al., 2007;).

5.3 Rentabilidade e qualidade de informação

Estudos realizados por Donaldson e Brealey (1962) sugerem que as empresas angariam capital primeiro a partir de lucros acumulados, seguidamente através de dívida e por último através de emissão de novos capitais próprios. Este comportamento é observado devido aos custos de emissão de novos capitais próprios. Estes mesmos custos são discutidos por Myers e Majluf (1984) que defendem que a existência destes custos é devido às informações assimétricas existentes no mercado.

Para os autores Titman e Wessels (1988), seguindo a ideia da teoria de *pecking order*, a rentabilidade é importante na estrutura de capitais de uma empresa visto que as mesmas têm uma preferência de se autofinanciarem através de lucros retidos. Seguindo esta lógica, com um maior nível de rentabilidade da empresa, menor será o seu nível de endividamento, não obstante, o elemento da rentabilidade também poderá apresentar uma relação positiva com o endividamento uma vez que empresas mais rentáveis obtêm, melhores condições na obtenção de financiamento.

Desta forma, perante as explicações acima transcritas podemos concluir que a rentabilidade aumenta quando as empresas apresentam níveis altos de resultados, ou seja, quando a empresa é capaz de apresentar nos seus relatórios qualidade de informação.

É esperado no estudo empírico apresentado no próximo capítulo que as variáveis da estrutura de capitais relacionem da seguinte forma, como explicado anteriormente: endividamento e qualidade de informação terão uma relação negativa, dimensão e qualidade de informação apresentaram uma relação positiva e rentabilidade e qualidade de informação apresentarão uma relação positiva.

Capítulo 6

Metodologia

Após o contexto de análise apresentada no capítulo anterior, tornou-se possível identificar os principais incentivos que as empresas têm ao elaborar a sua informação financeira: um incentivo a manipular os resultados para reduzir o imposto a pagar e um incentivo a reportar informação que apoie o financiamento de que necessitam.

Neste capítulo, desenvolvo e apresento a hipótese de investigação que visa aferir empiricamente a existência e o sentido da influência da “pressão” dos diferentes agentes do mercado público e/ou privado e a qualidade da informação financeira (QI) prestada pelas empresas – o segundo dos incentivos referido - e discuto o modelo de análise que me permitirá testá-la. Finalizo com uma breve descrição da amostra sobre a qual se realizam os testes deste estudo.

6.1. Método de investigação

Para compreender melhor a questão de investigação e averiguar o seu impacto, foi efetuado um estudo econométrico com base no recurso à análise de regressão. O modelo adoptado foi o modelo de regressão linear múltipla, de forma a analisar a relação entre uma variável explicada, qualidade de informação, e o conjunto de variáveis explicativas nomeadamente: nível de endividamento, dimensão da empresa e rentabilidade.

Para a estimação desta regressão foi utilizado o método dos mínimos quadrados para estimar os coeficientes do modelo de regressão. Para tal, foram utilizados dados em painel para o período de 2002-2017 para as cinco maiores potências europeias: Alemanha, Itália, Finlândia, Suécia e Reino Unido.

O modelo utilizado foi:

$$Q_{jt} = \beta_0 + \beta_1 Q_{jt} + \beta_2 \ln S_{jt} + \beta_3 R_{jt} + \sum_{p=1}^9 \beta_p \text{Indústria}_{jt} + \beta_{k+1} \text{Indústria}_{jt} + \epsilon_{jt}$$

Em que:

Q_{jt} - é a qualidade de informação para a empresa j no ano t;

$\ln S_{jt}$ - é a dimensão da empresa j no ano t;

R_{jt} é a rentabilidade da empresa j no ano t

Indústria_{jt} - é o endividamento para a empresa j no ano t;

ϵ_{jt} é o termo de erro para a empresa j no ano t.

6.2. Variável dependente - Qualidade de informação

1. Métricas de medição da qualidade de informação (QI)

Após o estudo e desenvolvimento teórico de como é definida a qualidade de informação, passamos à definição em termos práticos da mesma com o objectivo de avançar com a análise do nosso estudo empírico.

As formas a apresentar de medir a qualidade de informação baseiam-se fundamentalmente na associação entre *accruals* e fundamentos de contabilidade para separar uma medida de *accruals* (seja *accruals* totais ou *working capital accruals*) em componentes normais e componentes discricionários. No estudo realizado, a ideia a reter é que quanto maior for a componente dos *accruals* discricionários menor é a qualidade de ganhos.

Dois modelos principais que podem ser usados para medir a qualidade de informação através da medição dos *accruals* são: o modelo de Jones (1991) e o modelo de Dechow e Dechow (2002).

O modelo de Jones (1991) utiliza a separação de *accruals* totais da sua componente normal (*accruals* estatisticamente associados a mudanças nas receitas, propriedade, planta e equipamento) e na sua componente discricionária (diferença entre *accruals* totais e *accruals* normais). Assume que os *accruals* mudam de acordo com as regras de contabilidade fundamentais capturadas pelas receitas e pelos activos fixos (com variações da sua relação de

accruals discricionários). Este modelo é utilizado como um indicador inverso da qualidade de informação.

O modelo de Dechow e Dichev (2002), defende a relação entre os *accruals* de *working capital* e os *cash flows* operacionais nos períodos do ano anterior, presente e futuro. Neste quadro, os *accruals* de *working capital* reflectem as estimações de *Cash Flows* e, até que ponto, os próprios *accruals* são considerados como uma medida inversa de qualidade de informação (devido ao facto de que existem erros de estimação intencionais e não intencionais).

Ainda a referir, a parte inexplicada da variação de *accruals* de *working capital* em *working capital* é o inverso de medida de qualidade de informação. Uma maior proporção inexplicada implica uma menor qualidade

Neste trabalho foi usada a métrica de qualidade de informação baseada no modelo de Dechow e Dichev (2002) em que a qualidade de informação é obtida pela medida em que o *working capital accruals* obtém a realização do *cash flow* operacionais, esta variável é baseada em regressões *time-series firm specific*. Este modelo foi utilizado em detrimento do modelo de Jones (1991) neste trabalho final de mestrado pois reúne os pressupostos necessários para aplicação dos dados em estudo.

6.3. Estimação da métrica da Qualidade de informação

Para estimar a qualidade de informação de forma correcta foi necessário para o período em causa, retirar valores de cada empresa-ano, *rolling* a cada 10 anos. No sentido de facilitar comparações entre empresas, a métrica de qualidade de informação para o período de 1992-2017, foi preciso que cada observação empresa-ano tivesse os valores necessários para calcular cada métrica singularmente. Se esta condição não fosse reunida os valores seriam bastante similares entre si. Após a respectiva recolha de dados, foram obtidas 150,000 observações empresa-ano.

Como mencionado anteriormente nesta dissertação, a medida usada para calcular a qualidade de informação é feita através do uso dos *accruals*. Os *accruals* são calculados usando informação dos balanços financeiros das empresas e de acordo com Dechow e Dichev (2002) o seu valor é obtido através do desvio-padrão dos resíduos do modelo (2). No entanto, antes de obter os resíduos em causa, será necessário calcular os *accruals* correntes de cada empresa para o período t . Esta de medida de cálculo segue o autor Kothari et al (2001):

$$\Delta CA_{i,t} = (\Delta CA_{i,t} - \Delta CA_{i,t} - \Delta CA_{i,t} h_{i,t} + \Delta CA_{i,t} CA_{i,t}) \quad (1)$$

Após o cálculo dos *accruals* correntes e já sabendo previamente os valores das outras variáveis (obtidos da base de dados da Datastream) foi necessário estimar a seguinte regressão linear que representa o modelo de Dechow e Dichev (2002) para o ano t, para cada grupo de indústrias, de forma a obter os resíduos:

$$accrual_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta CA_{j,t} + \beta_2 \Delta C_{j,t} + \beta_3 \Delta D_{j,t} + \epsilon_{j,t} \quad (2)$$

Legenda:

$accrual_{j,t}$ - Accruals correntes totais da empresa j no ano t.

$\Delta CA_{j,t}$ - Variação nos activos correntes da empresa j entre o ano t-1 e o ano t

$\Delta C_{j,t}$ - Variação no capital próprio corrente na empresa j, entre o ano t-1 e o ano t.

$\Delta D_{j,t}$ - Variação no Cash para a empresa j entre o ano t-1 e o ano t.

$\Delta D_{j,t}$ - Variação na dívida do capital próprio corrente na empresa j, entre o ano t-1 e o ano t.

$CF_{j,t}$ - Cash Flow da operação para a empresa j no ano t.

As estimações do desvio-padrão dos resíduos yield-firm e ano específico, formam as métricas de medida de qualidade de informação, ou seja, $\sigma(\epsilon_{j,t})$,

Consistente com o que já foi dito anteriormente, quanto maior for o valor absoluto do resíduo e conseqüentemente o seu respetivo desvio-padrão menor será a qualidade de informação. É importante realçar que a métrica qualidade de informação é tanto específica relativamente à empresa (firm-specific) e ano (year-specific) porque as equações time-series é re-estimada em cada ano.

Para sumarizar, é aplicado neste modelo para separar as componentes dos accruals totais ou accruals correntes em componentes anormais.

6.4 Variáveis independentes

Nesta secção são definidas as variáveis independentes a utilizar e os factores principais que foram propostas pelos diversos estudos e teorias desenvolvidas relacionadas com o tema estrutura de capitais.

1. Dimensão: É expectável que uma empresa com uma dimensão maior terá uma menor qualidade de informação (Jensen e Meckling, 1976). Desta forma as variáveis poderão estar relacionadas negativamente uma com a outra. A formulação da variável tem como base o estudo inicial de Remmers et al (1974), Jorge e Armada (2001). Esta variável permite medir o efeito que a dimensão da empresa afecta no rácio de endividamento de uma empresa:

$$\text{Rácio de Endividamento} = \text{Log}(\text{Dimensão da Empresa})$$

2. Rentabilidade: De acordo com a teoria de *pecking order* de Myers e Myers e Majluf (1984), quanto maior for a capacidade de uma empresa gerar resultados menor será a necessidade de recorrer ao endividamento, e desta forma demonstrará uma melhor qualidade de informação. É de esperar que esta variável se relacione positivamente com qualidade de informação. Esta medida é utilizada por vários autores nomeadamente Halov e Heider (2003), Song (2005). Nesta mesma ideia os autores Titman e Wessels (1988) afirmam menor risco de falência, um facto que auxilia numa melhor imagem da empresa:

$$\text{Rácio de Rentabilidade} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}}$$

3. Endividamento: Com um maior nível de dívida verificado nas empresas, existe uma maior necessidade de financiamento externo. Para poder obter financiamento com condições favoráveis, como por exemplo: taxas de juro baixas, existe um incentivo pela parte das empresas de manipular os seus resultados. Desta forma, é expectável que este elemento de estudo se relacione negativamente com a qualidade de informação (Rajan, 2002). Agarwal e O'hara (2007) defendem que empresas com

títulos mais líquidos apresentam custos mais baixos de emissão de capital enquanto que uma diminuição de liquidez leva a custos mais altos de capital. Os autores Bharath, Pasquariello e Wu (2006) ainda afirmam que a liquidez pode estar relacionada com a assimetria de informação.

$$\frac{\text{Liquidez}}{\text{Custo de Capital}} = \frac{\text{Liquidez}}{\text{Custo de Capital}}$$

6.5 Apresentação e descrição dos dados

Para a realização deste trabalho final de mestrado, a amostra em estudo foi recolhida com o recurso à base de dados da EIKON – *DataStream* em que esta base de dados é reconhecida pela sua análise financeira e oferta de valores financeiros das empresas cotadas na bolsa a nível mundial.

Foram extraídas empresas cotadas na bolsa para os países: Alemanha, Finlândia, Itália, Reino Unido e Suécia no período de 2002-2017. Os países acima descritos foram escolhidos com o objectivo de estudar a actividade económica e financeira das maiores potências europeias no período mais frágil mais recente da história económica mundial.

Os dados são expressos em milhares de euros, foi primeiramente extraída uma amostra para 1,000 empresas num período de 15 anos, para os países acima descrito, totalizando 15,000 observações. Posteriormente foram retiradas as empresas financeiras restando uma amostra no total de 10,347 observações.

Neste capítulo pretende-se descrever os primeiros resultados obtidos bem como descrever o poder dos factores indicados no capítulo anterior relativos aos determinantes da estrutura de capitais.

Primeiramente apresentam-se as estatísticas descritivas da amostra considerada, de forma a determinarmos a relação dos determinantes de estrutura de capitais.

6.6 Estatísticas Descritivas

Na tabela 1, apresentam-se as principais estatísticas descritivas, bem como os valores por percentil de 5 e de 95, para a variável dependente qualidade de informação e para as variáveis independentes, considerados nos modelos de regressão no capítulo anterior.

Variável	Obs.	Média	Mínimo	P 5%	Mediana	P 95%	Máximo	StD (desvio-padrão)
Qualidade de informação	10,347	0.00009	0,00000	0,00000	0.00005	0.00027	0.00027	0.00011
Dimensão	10,347	13.5591	3.295837	8.8922	13.66426	18.31351	21.74989	2.874348
Rentabilidade	10,347	0.05766	-23.8442	-0.22973	0.09702	0.279177	22.04054	0.55914
Endividamento	10,347	0.57157	-0.23741	0.10926	0.57823	0.94521	21.90989	0.39272

Tabela 1 – Tabela de estatísticas descritivas – Qualidade de informação

Através dos resultados obtidos, apresentados na tabela 1, verificamos que a empresa mediana tem um nível de qualidade de informação de 0.00005 milhares de euros com uma dimensão de 13.66426 milhares de euros, com uma rentabilidade de 0.09702 milhares de euros e de um nível de endividamento de 0.57823.

Podemos fazer uma interpretação dos resultados relativamente à média em a empresa média apresenta um nível de qualidade de informação de 0.00009 milhares de euros, um nível de dimensão de 13.5591 milhares de euros. A empresa média apresenta ainda um nível de rentabilidade de 0.05766 milhares de euros e um valor de endividamento de 0.57157 milhares de euros.

Em suma, podemos então concluir que as variáveis na tabela de estatísticas descritivas que têm maior peso na qualidade de informação de uma empresa são a dimensão da mesma e o nível de endividamento.

6.7 Matriz de correlações e estatísticas descritivas

Nesta análise será feita primeira uma abordagem à matriz de correlações das variáveis independentes, descritas anteriormente, com o objectivo de identificar possíveis correlações existentes.

Variáveis	Endividamento	Qualidade	Dimensão	Rentabilidade
Endividamento	1,0000			
Qualidade	-0,3366***	1,0000		
Dimensão	0,0174	0,1668***	1,0000	
Rentabilidade	-0,0737***	0,2019***	-0,0465***	1,0000

Tabela 2 - Matriz de correlações de Pearson. Fonte própria

Nível de significância de 1%(***), 3%(**) e 5%(*)

De acordo com a matriz de correlações demonstrada na tabela 2, verificamos que existe uma correlação estatisticamente significativa entre as variáveis dimensão e qualidade. No entanto, esta correlação tem um valor negativo: quando a dimensão de uma empresa aumenta, a qualidade de informação tende a diminuir. Ou seja, existe um movimento simétrico por parte da variável independente face à variável dependente.

Também podemos averiguar que a rentabilidade tem uma correlação estatisticamente significativa com a variável dimensão, no entanto o mesmo não se verifica com a qualidade de informação. Isto permite-nos analisar que quando aumenta a rentabilidade de uma empresa tende a aumentar a dimensão da mesma.

Relativamente à variável de endividamento, podemos concluir que existe uma correlação forte com todas as outras variáveis explicativas: qualidade, dimensão, e rentabilidade. No entanto, não tem a mesma interpretação para todas as variáveis. Em relação ao endividamento e qualidade, podemos verificar, que com um aumento do endividamento de uma empresa, a qualidade de informação tem tendência a diminuir. O endividamento de uma empresa tende movimentar-se no mesmo sentido que a dimensão da mesma, ou seja, com um aumento do endividamento de uma empresa, isto faz com que a dimensão da empresa também cresça. Em relação à correlação entre a variável do endividamento e a rentabilidade, podemos averiguar, que

com um maior nível de endividamento existe uma menor rentabilidade. Ou seja, existem movimentos contrários em relação as estas duas rubricas.

Para concluir em relação à análise feita da matriz de correlações de Pearson, como as correlações existentes entre as variáveis independentes têm um nível de significância inferior a 5% , estas, situam-se a um nível inferior do que é assumido como um obstáculo de acordo com o autor Gujarati (2003).

6.8 Resultados de estimação

O modelo estudado baseou-se assim numa estimação de uma regressão linear simples, em que o método utilizado para estimar foi o método de estimação realizado foi o método dos mínimos quadrados. Na tabela abaixo demonstrada, estão representados os valores obtidos sendo os coeficientes estimados e o erro-padrão.

Tabela 3			
Variável	(A)	(B)	(C)
β_1	-0.0000128*** (0,0000004)	0,000000363** (0,000000156)	0,00000258*** (0,000000124)
β_2	0.0000142*** (0,0000018)	0,00000351*** (0,000000686)	0,00000463*** (0,00000721)
β_3	0,0000096 (0,0000025)	-0,00000914*** (0,000000986)	-0,00000943*** (0,000000865)
R ²	0,1189	0,8684	0,6071
N	10,347	10,347	10,347
Dummy País	-	Sim	-
Dummy Indústria	-	-	Sim

Tabela 3 – Tabela de Regressão - Todas as especificações incluem o termo constante. Modelo (A) – Estimação OLS; Modelo (B) – Modelo OLS com variável dummy de país; Modelo (C) – Modelo OLS com dummy indústria incluída. Fonte própria

***Significância a 1%; **Significância a 5%; *Significância a 10%

Verificamos que para a variável dimensão para o modelo A é uma variável estatisticamente significativa a um nível de significância de 1%. A um nível de interpretação podemos analisar que a cada aumento de mil euros na dimensão de uma empresa, existe uma diminuição de 0,0128 mil euros na qualidade de informação da mesma, *ceteris paribus*. Esta interpretação vai de encontro com os estudos prévios em relação à interacção de qualidade e dimensão, em que há medida que uma empresa vai aumentando a sua dimensão, ela terá uma propensão menor de transmitir qualidade de informação com o objectivo de se adaptar às burocracias políticas (Jensen e Meckling, 1976;).

Para o modelo B, temos presente uma estimação de mínimos quadrados com a variável *dummy* de cada país, ou seja, quando a análise é feita especificamente para um país esta variável é assumida como 1 e 0 para os restantes valores que não forem tratados para o país em causa. Podemos verificar que aqui a variável dimensão e qualidade de informação são estatisticamente significativas a um nível de 5% e que se relacionam positivamente uma com a outra. Com um aumento de 1000 euros na dimensão de uma empresa, a qualidade de informação aumenta 0,000363 euros, *ceteris paribus*. Este tipo de interpretação já difere do modelo estimado em A e vai de encontro os estudos feitos mais recentemente em relação à variação entre estas duas variáveis conforme sugerido por Ball e Foster (1982) em que uma empresa está positivamente relacionada com a qualidade de informação demonstrada devido a custos fixos associados à manutenção de procedimentos de controlo interno adequados em relação ao relatório financeiro.

No modelo (C), é adoptado uma estimação de mínimos quadrados com *dummies* definidos para indústria de cada país, ou seja, quando estudo para uma determinada indústria, os valores assumidos quando verificados nesta indústria serão 1 e 0 quando não é observado para a indústria em causa. Os resultados obtidos neste modelo seguem a lógica dos resultados obtidos no modelo (B) na medida em que: a dimensão apresenta uma relação positiva com a qualidade de informação e tem um nível de significância estatística de 1%. Com um aumento de 1000 euros na dimensão de uma empresa, a qualidade de informação irá aumentar 0,00258 euros, *ceteris paribus*.

Na relação de rentabilidade com qualidade de informação, podemos verificar que também se encontra estatisticamente significativa e que um aumento de mil euros na rentabilidade da empresa, leva a que a qualidade de informação da mesma aumente em 0,0142 mil euros na qualidade de informação, *ceteris paribus*. Esta interpretação vai de encontro também

com os estudos prévios feitos por autores em relação a esta rubrica, como Donaldson e Brealey (1962).

No modelo B, podemos verificar que existe um nível de significância de 1% e que estas se relacionam positivamente uma com a outra. Isto é, a cada aumento de 1000 euros em rentabilidade, a qualidade de informação de uma empresa aumenta 0,00351 euros, *ceteris paribus*. Este tipo de interpretação vai de encontro com os estudos feitos previamente, Titman e Wessels (1988).

Para o modelo C, relativamente à rentabilidade, pode-se observar que tem uma relação positiva com a qualidade de informação. A interpretação pode ser feita no sentido em que um aumento na rentabilidade de 1000 euros, a qualidade de informação irá aumentar 0,00463 euros, *ceteris paribus*. Este contributo de estudo em relação à rentabilidade também foi comprovado anteriormente por Titman e Wessels (1988).

Ao estudar a variável endividamento, no modelo A, podemos verificar que esta não tem significância estatística. Temos um sinal que esta relação não vai de encontro com os estudos prévios em relação ao nível de endividamento com a qualidade de informação, visto que demonstravam uma relação positiva entre endividamento e qualidade de informação. No entanto, de acordo com Francis et al (2005), quanto maior será o nível de endividamento pior será a qualidade de informação o que leva posteriormente a um nível de juros mais elevado no pedido de financiamento de dívida.

Contrariamente como verificado em A, no modelo B, o nível de endividamento apresenta significância estatística de 1% em relação à qualidade de informação. A interpretação da relação entre as mesmas, vai de encontro os estudos prévios em que ditam que estas se relacionam negativamente (Rajan, 2002). O resultado obtido para este modelo diz-nos que com um aumento de 1000 euros no endividamento, a qualidade de informação diminui em 0,00914 euros, *ceteris paribus*.

No modelo C, a forma como a variável endividamento se relaciona com qualidade de informação segue a mesma lógica que verificado no modelo B com *dummies* de países, em que o nível de endividamento evolui de forma simétrica com o nível de qualidade de informação. Ou seja, com um aumento de endividamento de 1000 euros, a qualidade de informação de uma empresa tende a diminuir em 0,00943 euros, *ceteris paribus*.

Pelo resultados obtidos podemos concluir que o modelo de regressão linear OLS (A), sofre alterações significativas com o efeito das *dummies* quando introduzidas, o que significa que no erro estão as variáveis específicas do país e da indústria.

Com a introdução das *dummies* pretendia retirar ao modelo eventuais erros que estivessem implícitos e relacionados com o país e com a indústria, por exemplo um país que tenha estado com uma menor qualidade de informação em relação à demonstração dos resultados, e desta forma eventualmente de poderem ter comportamentos diferentes nas variáveis independentes. Verifiquei que as variáveis omitidas têm impacto significativo no modelo, ou seja, são importantes os países e o tipo de indústria que estudamos.

Para ambas as regressões, a rentabilidade e a dimensão revelaram ser os determinantes que exercem influência na qualidade de informação de uma empresa, sendo que estas duas variáveis relacionam-se positivamente com a qualidade de informação, resultado que vai de encontro às expectativas e às teorias existentes e incluídas neste estudo.

Quanto maior for a dimensão da empresa, ou quanto maior a rentabilidade de numa empresa deste sector, maior será a sua qualidade de informação.

Capítulo 7

Conclusões, Contributos, Limitações e sugestões para investigação futura

Este estudo teve como principal enfoque melhorar o conhecimento relativamente à relação de qualidade de informação e estrutura de capitais de empresas cotadas na bolsa, mais especificamente das maiores potências da Europa: Alemanha, Itália, Reino Unido, Suécia e Finlândia.

Inicialmente foram abordadas e analisadas as principais questões relacionadas com as temáticas estrutura de capital e qualidade de informação e as respectivas teorias estudadas anteriormente por outros autores e que tiveram um impacto na literatura económica e financeira.

Seguidamente, a componente prática permitiu-me estudar os factores determinantes da qualidade de informação no período de 2002 até 2017, nos quais se inclui a Estrutura de Capitais.

Encontrou-se por tanto, resultados relevantes para o nosso caso em que os resultados empíricos obtidos sugerem que a relação entre as variáveis independentes e a qualidade de informação não é linear: existe dependência com efeito positivo sobre a qualidade de informação das empresas quando se situa em níveis relativamente baixos e um efeito negativo no caso das empresas com elevada dependência de financiamento externo.

Este resultado é coerente com a ideia de que as empresas com elevada dependência de financiamento externo têm um incentivo a esconder as suas dificuldades financeiras e, por isso, uma melhoria da sua situação financeira que permite reduzir essa manipulação de resultados, resultando num melhoramento da qualidade de informação. No entanto, se estas empresas tiverem boa capacidade de gerar fundos – medida pela rentabilidade –, esse incentivo diminui e a qualidade da sua informação financeira melhora pois sabem que se mostrarem uma melhoria na sua situação financeira têm maior probabilidade de obter crédito e em condições mais favoráveis. No grupo de empresas com baixa dependência de financiamento externo, o incentivo mais forte é o de melhorar a qualidade da informação divulgada para continuar a contar com o financiamento de outros agentes.

Em relação às variáveis dimensão e rentabilidade pode-se comprovar que quanto maior a dimensão e a rentabilidade de uma empresa, melhor é a qualidade de informação. Foi também comprovado com um maior nível de endividamento, a qualidade de informação é menor. Esta ideia segue os estudos prévios por outros autores.

7.2. Limitações de estudo

Este estudo apresenta algumas limitações que devem ser consideradas pelos respectivos destinatários, quer para uma leitura mais precisa dos resultados quer para eventual investigação futura. A principal das limitações reside no facto do grau de desagregação industrial, para efeitos de estimação dos accruals discricionários, ser pouco refinado. As limitações inerentes à base de dados, em termos de empresas disponíveis por indústria, a isso obrigaram. A possibilidade de efectuar uma maior desagregação tornaria tal estimação potencialmente mais precisa, ao tomar grupos mais homogéneos de empresas. No entanto, o reduzido número de observações que se obteria, ao adoptar uma maior desagregação, tornaria impossível a estimação para muitas indústrias. No entanto, pese tal limitação, penso que os resultados globais espelham adequadamente as relações existentes entre a qualidade de informação e restantes determinantes.

7.3. Sugestões para investigação futura

Face às limitações referidas, uma sugestão evidente para aprimoramento do corrente estudo e da problemática que ele trata, passa pelo uso de metodologias alternativas para medida da qualidade de informação. Esta é uma área que tem vindo a merecer atenção na literatura e como mencionada nesta dissertação existem várias formas de cálculo de qualidade de informação. No caso concreto do presente estudo e como acima referido, previamente ao uso de outras metodologias impõe-se conseguir bases de dados mais completas e com dados contabilísticos de acrescida qualidade.

Referências Bibliográficas:

- Altman, Edward I. “A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question”. *Journal of Finance*, 1984
- Baker, Malcom e Wurgler, Jeffrey (2002); “Market Timing and Capital Structure”, *The Journal of Finance*, 57, 1-32
- Baxter, Nevins D. (1967) “Leverage, Risk of ruin and cost of capital”, *Journal of Finance*, 22, 395-403.
- Berger, A N. & Udell. G. F. 2002, “Small business credit availability and relationship lending; the importance of bank organizational structure,” *economic journal* Vol.112, pp.32 –53
- Bharath, Sreedhar T., Jayanthi Sunderb e Shyam V. Sunderc (2006), “Accounting Quality and Debt Contracting”, *Working Paper* December of 2006
- Brealey, Richard A, Myers, Stewart C, Marcus, Alan J., Breal, “Fundamentals of Corporate Finance” [McGraw-Hill/Irwin,2003]
- Dechow, P. M. (1994). “Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance”. The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18, 3-42.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). “The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors”. *American Accounting Association* , 77, 35-59.
- DeFond, Mark L. e James Jiambalvo (1994), “Debt covenant violation and manipulation of accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, N.º 1/2, pp. 145-176.
- 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.
- Durand, D. (1952), “Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement”, in National Bureau of Economic Research, Universities-National Bureau, ISBN: 0-87014-194-5, pp. 215-262.
- Easley, D., and M. O’Hara, 2004. “Information and the cost of capital”. *Journal of Finance* 59, 1552-1583.

Fama, E. F., & French, H. R. (2000), "Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt". University of Chicago Graduate School of Business - Center for Research in Security Prices, Working Paper No. 506.

Fama, E. F., & French, H. R. (2000), Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt. University of Chicago Graduate School of Business - Center for Research in Security Prices, Working Paper No. 506

Francis, Jennifer, Ryan LaFond, Per Olsson e Katherine Schipper (2004), "Costs of Equity and Earnings Attributes", *The Accounting Review*, Vol. 79, N.º 4, pp.967-1010.

Francis, Jennifer, Ryan LaFond, Per Olsson e Katherine Schipper (2005), "The market pricing of accruals quality", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, pp. 295-327.

Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2009), "Capital structure decisions: which factors are reliably important?". *Financial Management*, 38(1), pp. 1-37.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003), "Testing the pecking order theory of capital structure". *Journal of Financial Economics* 67, 217.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2007), "Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?" Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=567650>.

Gomes, R. (2012). "A Estrutura do capital das Empresas: Teoria ao longo de 50 anos". *Economia e Empresas* nº 14 , 119-143

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

Harris, M. & Raviv, A. (1991), "The theory of capital structure", *The Journal of Finance*, 46(1), pp. 297-355.

Healy, Paul M and Palepu, Krishna G. "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature". *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.

Healy, Paul M. and Wahlen, James M. (1999) "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*", 13, 365-383

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

- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), “Theory of the Firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.
- Jones, J. 1991. “Earnings management during import relief investigations”. *Journal of Accounting Research* 29 (2), pp. 193-228.
- Leland, Hayne e Pyle, David H (1977). “Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation”. *Journal of Finance*, 32, 371-87
- Lev, B. (1989) “On the Usefulness of Earnings and Earnings Research—Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research”. *Journal of Accounting Research*, 27, 153-192.
- 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”. *Journal of Financial*, 32 (2), 261-275.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment”. *The American Economic Review*, 48 (3),261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”. *The American Economic Review*, 53 (3), 433-443.
- Moreira, José António Cardoso (2006), “Are Financing needs a constraint to earnings management? Evidence for private Portuguese firms”, *Working Paper*, October 2006
- Moreira, José António Cardoso (2008), “A manipulação dos resultados das empresas um contributo para o estudo do caso português”, *Working Paper*, 2008
- 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.
- 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.
- Penman, S. H. 2012. “Financial Statement Analysis and Security Valuation”, Irwin Professional Pub.
- 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.
- Ross, Stephen A. (1977). “The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach”. *The Bell Journal of Economics*. 8.

Shyam-Sunder, L. & S. C. Myers (1999), "Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, 51 (2), pp. 219-244.

Titman, S. & R. Wessels (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", *The Journal of Finance*, 43, No. 1, 1-19

Warner, J. (1977), "Bankruptcy Costs: Some Evidence", *The Journal of Finance*, No. 32(2), pp. 337-347.

Welch, I. (2004), "Capital Structure and Stock Returns", *Journal of Political Economy*, Vol. 112, No. 1, pp. 106-131.