

# **ANÁLISE DO PROCESSO DE DECISÃO DE FINANCIAMENTO UTILIZADO PELAS MAIORES EMPRESAS PORTUGUESAS**

Augusto José Patrício Ramos  
Jacinto António Setúbal Vidigal da Silva

## **RESUMO**

Este trabalho descreve os resultados de um questionário enviado em 2003 para estudar o processo de decisão de financiamento das maiores empresas que operam em Portugal. Os resultados obtidos confirmam as conclusões de estudos anteriores realizados em Portugal e sugerem a existência de harmonização das práticas de decisão de financiamento a nível internacional. Os resultados evidenciaram a predominância da hierarquia das fontes de financiamento sobre a teoria do trade-off entre capitais próprios e capitais alheios. Os resultados também evidenciaram a prática sistemática de avaliação das fontes de financiamento, com predominância para a utilização de métodos financeiros e de cobertura de riscos financeiros. Por outro lado, os resultados também confirmaram a falta de interesse pela procura de capitais próprios com recurso ao mercado primário de títulos e dificuldades no cumprimento dos requisitos de admissão a esse mercado.

**PALAVRAS-CHAVE:** processo de financiamento, critérios de financiamento, avaliação das decisões de financiamento, cobertura dos riscos financeiros.

## **ABSTRACT**

This paper reports the findings of a survey conducted in 2003 to study the practices related with financing decisions of the biggest firms that operate in Portugal. The results about the choice of the financing sources confirm the conclusions of previous studies carried out in Portugal and suggest the existence of similar practices at international level. The results show the predominance of pecking order on the theory of trade-off between equity and debt. The results also confirm the use of a systematic process of evaluation of financing sources based on financial models and the hedging of the financial risks. On the other hand, the results also confirm the lack of interest on obtaining equity capital from the primary stock market and difficulties in the fulfilment of the admission requirements to this market.

**KEYWORDS:** financing process, financing decisions evaluation, hedging, financial models.

## **1. INTRODUÇÃO**

A decisão de financiamento tem originado vasto interesse científico e a produção de um grande número de teorias que se foram progressivamente aproximando da realidade empírica relativa às práticas de decisão de financiamento das empresas. Ao invés das teorias que fundamentavam a decisão de financiamento na

determinação de um ponto óptimo de combinação entre capitais próprios e capitais alheios, as observações empíricas revelavam que a prática se centrava, fundamentalmente, ao nível da hierarquia das fontes.

Considerando que, para a realidade Portuguesa, o contexto que envolve o acesso ao financiamento pelas empresas se pode resumir, nomeadamente, pela existência de uma estrutura empresarial caracterizada, predominantemente, por empresas de tipo familiar; um mercado de capitais ineficiente; elevados custos de transacção; e, de pressão fiscal sobre os rendimentos das empresas e dos particulares, pretende-se estudar o processo de financiamento utilizado pelas maiores empresas não financeiras que operam em Portugal.

O estudo inclui a análise do processo de decisão de financiamento, desde a escolha do modelo utilizado para apoio à decisão, passando pela selecção e avaliação das fontes de financiamento e o estudo das práticas de cobertura dos riscos financeiros. A concretização deste objectivo implica a resposta às seguintes questões:

Quais os modelos utilizados na avaliação das decisões financiamento?

Quais as práticas de cobertura de riscos financeiros associadas às decisões de financiamento?

Existe procura de capitais próprios no mercado de capitais?

Qual é o perfil das empresas que pretendem recorrer ao mercado primário?

Quais são os efeitos dos requisitos e das exigências inerentes ao processo de admissão sobre a decisão de recurso ao mercado primário de títulos?

De forma idêntica ao que se verificou a nível internacional, em Portugal os estudos sobre esta área de investigação incidiram, fundamentalmente, sobre o critério de decisão de financiamento e sobre os factores determinantes da estrutura de capitais. Assim, o presente estudo, ao abordar todo o processo de financiamento, assume relevância teórica e empírica e visa contribuir para a determinação dos factores críticos inerentes a essas decisões e, por essa via, para o aumento do conhecimento sobre as melhores soluções de financiamento e de gestão de riscos financeiros. Simultaneamente, este trabalho também contribui para incentivar a elaboração de estudos complementares e alternativos sobre esta área de conhecimento.

## **2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA**

Este trabalho insere-se na linha de investigação seguida por outros autores como Allen (1991), Pruitt e Gitman (1991), Kamath (1997) e Graham e Harvey (2001) que utilizaram como método de investigação os questionários para estudarem as práticas das decisões de financiamento das empresas.

O estudo da problemática do financiamento das empresas ganhou grande destaque na investigação financeira a partir da publicação de Modigliani e Miller em 1958. Estes autores defenderam a irrelevância da estrutura de capitais, e das decisões de financiamento, para o valor das empresas. O artigo de Modigliani e Miller (1958), ao introduzir a irrelevância da decisão de financiamento para a determinação do valor da empresa, gerou alguma polémica, mas também “despertou na comunidade científica o interesse pela investigação da estrutura de capitais” (Matias, 2000). Esse estudo, que apresentou conclusões divergentes da observação empírica dos processos de financiamento utilizados pelas empresas, foi utilizado como ponto de partida para a explicação teórica dessas divergências e para a formação de teorias alternativas.

Face à discrepância existente entre essa corrente teórica e a observação empírica, foram-se derogando alguns pressupostos da teoria inicial e, a partir daí, foram surgindo outras correntes de estudo sobre os determinantes da estrutura de capitais e do valor da empresa, as quais podem ser agrupadas em três correntes de investigação.

A primeira corrente (teoria do *trade-off*) defende a existência de um nível óptimo de endividamento que as empresas precisam de atingir para maximizarem o seu valor. O aspecto central desta teoria é a confrontação entre os custos e os benefícios do endividamento. Os custos, que são determinados pelo, excesso de dívida e que se reflecte no aumento dos custos de falência (Kraus e Litzenberger, 1973), no nível de endividamento que incrementa os custos de agência provocados pelos conflitos entre os gestores e os accionistas e destes com os financiadores (Jensen e Meckling, 1976) e, os benefícios, gerados pela dedutibilidade dos juros no cálculo do imposto sobre o rendimento a pagar (Modigliani e Miller (1963). Esta abordagem defende que as empresas ao definirem *a priori* um determinado objectivo para a estrutura de capitais, orientam as decisões de financiamento para o cumprimento desse objectivo. Esse objectivo constitui o nível óptimo de endividamento e, portanto, o ponto em que o valor da empresa é maximizado. Pese embora a solidez conceptual associada à formação desta abordagem, da observação empírica não resulta forte confirmação da prática das empresas. A partir do estudo de Modigliani e Miller (1958) e Modigliani e Miller (1963), foram introduzidos vários factores, como o efeito de vários tipos de benefícios e de custos sobre a estrutura de capitais com o objectivo de explicar, por um lado, os benefícios da utilização de capitais alheios para a formação do valor da empresa e, por outro lado, a sua utilização limitada, verificada empiricamente. Constituem exemplos destas teorias os estudos de Solomon (1963) em que assentou a abordagem tradicional da estrutura de capitais; Modigliani e Miller (1963) que se traduziu na teoria do efeito fiscal dos impostos sobre os rendimentos empresariais; Miller (1977) que introduziu o efeito da tributação das pessoas singulares; Robichek e Myers (1966), Kraus e Litzenberger (1973), Scott (1976), Kim (1978), Warner (1977) e Haugen e Senbet (1978) que introduziram o efeito dos custos de falência; e, Jensen e Meckling (1976), Myers (1977), Jensen (1986), Harris e Raviv (1990) e Slutz (1990) que introduziram o efeito dos custos de agência.

A segunda abordagem (teoria da *pecking-order*), que foi inicialmente desenvolvida por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) defende que as empresas não procuram uma estrutura óptima de capitais, muito embora considere que as decisões de financiamento não são irrelevantes para o valor das empresas. Segundo os autores desta corrente, devido à existência de assimetrias de informação entre os gestores e os potenciais financiadores de capitais externos, que limitam o recurso a este tipo de fontes de financiamento, as empresas tendem a adoptar uma ordem de preferência na escolha das fontes de financiamento. Para os autores desta teoria, os gestores preferem financiar as empresas com fundo gerados internamente e, na ausência ou ineficiência destes, preferem a emissão de dívida a aumentos de capital. Esta abordagem, embora de maior sustentação empírica, não reflecte na totalidade as práticas de financiamento utilizadas pelas empresas, o que conduziu a que Myers (1984) preconizasse que o processo de financiamento das empresas assenta numa “pecking order modificada” que incorpora os contributos revelados pela abordagem do ponto óptimo de endividamento. Em contraposição, os testes efectuados com base em modelos de estimação, apontam para uma fraca evidência ou inexistente da utilização deste critério como determinante das decisões de financiamento. Constituem exemplos de contributos para esta corrente os estudos de Donaldson (1961); Ross (1977); Leland e Pyle (1977); de Myers (1984); e, Myers e Majluf (1984).

Por último, as modernas teorias sobre os determinantes do processo de financiamento, também recorreram a factores de natureza não financeira para explicarem a estrutura de capitais das empresas. Surge assim a “teoria do posicionamento estratégico” que defende que o processo de financiamento como determinante da estrutura de

capitais é influenciado pela estratégia empresarial, para a qual se destacam os estudos de Williamson (1988); Balakrishnan e Fox (1993); e, Harris e Raviv (1991).

Na maior parte dos trabalhos empíricos que sustentaram estas teorias, foram utilizados modelos de regressão, baseados em funções lineares e não lineares, para o teste das teorias enunciadas. Em alternativa, também foram utilizados estudos baseados em questionário directo, tendo, todos eles, recorrido às estatísticas descritivas como método de tratamento dos dados primários.

### **3. MÉTODOS DE INVESTIGAÇÃO**

#### **3.1. RECOLHA DE DADOS E REPRESENTATIVIDADE DA AMOSTRA**

O método de investigação seleccionado para responder aos objectivos definidos para o presente trabalho, consistiu no contacto directo com as empresas, método semelhante ao seguido para outros estudos de idêntica natureza, nomeadamente por Graham e Harvey (2001).

Apesar de se reconhecer que a entrevista é a melhor forma para obtenção da informação necessária para o conhecimento dos aspectos de todas as etapas, formais e informais, do processo de decisão, optou-se pelo contacto através de questionário directo, dado que, por essa via e com os meios disponíveis, o tempo de resposta e os custos reduzem-se consideravelmente.

Assim, procedeu-se à remessa do questionário directo a uma amostra de 442 empresas não financeiras que operam em Portugal, na qual foram integradas todas as empresas cotadas em mercado de valores mobiliários, Euronext Lisboa; e, as maiores empresas, por volume de negócios, reportado ao exercício de 2001, que integram a edição “Público 500 - As maiores empresas não financeiras de Portugal”.

O questionário foi organizado nas seguintes partes: 1 - caracterização geral da empresa; 2 - perfil do “respondente”; 3 - caracterização estratégica do investimento; e, 4 - caracterização da política de financiamento. Na elaboração do questionário foram incorporados os contributos e sugestões de investigadores da Universidade de Évora e de profissionais directamente ligados à gestão financeira de empresas que operam no Algarve. Numa primeira fase, para afinação das perguntas, foi realizado um pré-teste ao questionário junto dos referidos profissionais. Este teste permitiu também a estimação do tempo máximo de resposta, o qual foi calculado em aproximadamente 15 minutos. Esta estimativa foi validada pelos investigadores da Universidade de Évora.

As duas remessas do questionário, todas elas dirigidas ao gestor responsável pelas decisões de financiamento (gestor financeiro ou gerente/administrador)<sup>1</sup> foram enviadas no ano de 2003. A primeira remessa ocorreu no dia 1 de Julho de 2003, através da qual foi apresentado o estudo e solicitada a colaboração e o empenho do destinatário para a resposta ao questionário. Dessa remessa resultaram 120 respostas. A segunda remessa ocorreu no dia 22 de Outubro de 2003, a insistir para as empresas que não responderam à primeira remessa<sup>2</sup>, tendo-se obtido a resposta de mais 70 empresas. Assim, o número total de respondentes foi de 190 empresas, o que corresponde a uma taxa de resposta de 44,71% (Tabela 3.1).

Tabela 3.1 – Taxa de resposta por tipo de sociedade inquirida

| Tipo de sociedade      | Inquirida |        | Resposta |        | Taxa de Resposta (%) |
|------------------------|-----------|--------|----------|--------|----------------------|
|                        | N.º       | %      | N.º      | %      |                      |
| Sociedades anónimas:   |           |        |          |        |                      |
| Não cotadas em mercado | 262       | 61,65  | 120      | 63,16  | 45,80                |
| Cotadas em mercado     | 48        | 11,29  | 27       | 14,21  | 56,25                |
|                        | 310       | 72,94  | 147      | 77,37  | 47,42                |
| Sociedades por quotas  | 103       | 24,24  | 41       | 21,58  | 39,81                |
| Cooperativas           | 10        | 2,35   | 2        | 1,05   | 20,00                |
| Empresas publicas:     |           |        |          |        |                      |
| Não cotadas em mercado | 1         | 0,24   | 0        | 0,00   | 0,00                 |
| Cotadas em mercado     | 1         | 0,24   | 0        | 0,00   | 0,00                 |
|                        | 2         | 0,47   | 0        | 0,00   | 0,00                 |
| Total                  | 425       | 100,00 | 190      | 100,00 | 44,71                |

Com o objectivo de verificar a representatividade da amostra foi utilizado o teste de significância do qui-quadrado<sup>3</sup>, que permite “inferir os resultados da amostra aleatória para o universo” (Pestana *et al.*, 2000). De forma a suportar o teste, procedeu-se à estruturação da amostra e da população por forma jurídica, observando-se *a priori* não existirem diferenças significativas entre as proporções da amostra e da população. Assim, para  $\alpha = 0,05$ , foi obtido um nível de significância de 0,111 (superior a 0,05), donde se pode concluir que não existem diferenças significativas entre as proporções da amostra e as da população. Face aos resultados obtidos, considerou-se a amostra como representativa da população.

Finalmente, o tratamento dos dados processou-se com recurso a estatísticas descritivas, nomeadamente, distribuições de frequências.

### 3.2. CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

A amostra foi constituída por 190 empresas, representativas da população, caracterizadas nas seguintes vertentes: quanto à forma jurídica das sociedades, por: 147 sociedades anónimas, equivalente a 77,37% da amostra; 41 sociedades por quotas, equivalente a 21,58% da amostra; e, 2 cooperativas, equivalente a 1,05% da amostra;

<sup>1</sup> Os endereços e contactos respectivos foram obtidos através da referida edição “Público 500 – As maiores empresas não financeiras de Portugal”.

<sup>2</sup> Para não inibir a resposta do destinatário, procedeu-se à codificação do questionário, de forma identificável apenas pelo investigador, para responder à necessidade de cruzamento dos dados.

<sup>3</sup> Realizado com recurso à aplicação SPSS *for windows* 12.0

quanto ao cumprimento dos requisitos para admissão ao mercado de bolsa a contado, definidos através do art.º 227º do código dos valores mobiliários, por: a totalidade das empresas exercer a actividade há mais de três anos e 86,3% das empresas proceder à publicação do relatório e contas; 76,9% apresentar uma taxa de autonomia financeira superior a 25%. Assim, pode considerar-se que, na sua maioria, a amostra é constituída por empresas que apresentam equilíbrio financeiro; e que 24,7% apresenta taxa de dispersão do capital<sup>4</sup> igual ou superior a 25%;

quanto à opção por distribuição de resultados, ou capacidade para tal, 60,4% das empresas procedem regularmente à distribuição de dividendos pelos sócios ou accionistas;

quanto a outros critérios relacionados com a adesão ao mercado de bolsa, verificou-se que: 18,4% (ou 27) sociedades anónimas estão cotadas em mercado de bolsa e dessas, 50% considerou o custo associado ao financiamento como factor determinante para essa decisão. Para 33% foi o factor credibilidade; e, para 29,2% das empresas respondentes outros factores, tais como a manutenção da estrutura de capitais, o processo de privatização, o aumento do leque de fontes de financiamento e o crescimento da empresa, form os factores considerados determinantes da adesão ao mercado bolsista.

quanto a factores da natureza estratégica do investimento, das 190 empresas que constituem a amostra, 169 (ou 88,9%) prevêem realizar investimentos nos próximos dois exercícios. Dessas 169 empresas, 129 (ou 76,33%) prevêem realizar investimentos de substituição, 104 (ou 61,54%) prevêem realizar investimentos de expansão da actividade, 21 (ou 12,43%) prevêem realizar investimentos destinados à obtenção de crescimento externo e, 9 (ou 5,33%) prevêem realizar outros tipos de investimentos. Relativamente à caracterização da estratégia do investimento, das 168 empresas que responderam, 47,6% têm como objectivo aumentar a quota no mercado actual e 47% têm como objectivo a diversificação de produtos e (ou) mercados. Por outro lado, das 169 empresas que prevêem realizar investimentos, 33 empresas (ou 17,4%) consideram a existência de limitações originadas por factores de natureza financeira tais como: a capacidade de autofinanciamento para 18 empresas (ou 56,3%); dificuldades na obtenção de dívida para 11 empresas (ou 34,4%); dificuldades na obtenção de capitais próprios para 7 empresas (ou 21,9%); e, por outros factores de natureza financeira para 8 empresas (ou 25%); e,

quanto ao perfil do respondente, por: 74,2% dos respondentes serem do sexo masculino e 23,2% serem do sexo feminino; 91,1% dos respondentes são de nacionalidade Portuguesa e 2,6% de outros países pertencentes à União Europeia. Apenas 6,4% dos respondentes não detêm formação académica superior (licenciatura, pós-graduação, mestrado ou doutoramento); e, 75,3% dos respondentes possui nível de antiguidade na empresa igual ou superior a 5 anos, o que permite constatar um nível de conhecimento elevado sobre o processo de decisão de financiamento.

### 3.3. O PROCESSO DE FINANCIAMENTO E A EMPRESA COMO UNIDADE DE ANÁLISE

A parte IV do questionário foi destinada à caracterização da política de financiamento, a qual, partindo da determinação do modelo utilizado na escolha das fontes de financiamento<sup>5</sup>, questionou sobre as técnicas utilizadas para a avaliação da decisão de financiamento, sobre os factores determinantes para o recurso à emissão de dívida ou de capitais próprios e, finalmente, sobre as técnicas utilizadas para a cobertura do risco financeiro.

Dado que o funcionamento dos mercados de capitais de capitais é imperfeito e os intermediários financeiros muitas vezes colocam condicionalismos de vária ordem para a sua intervenção<sup>6</sup> (Menezes, 1988:283), a selecção

<sup>4</sup> Taxa de dispersão = N.º Accionistas (Sócios)/N.º de partes de capital

<sup>5</sup> em conformidade com o exposto na revisão bibliográfica, existem fundamentalmente, três critérios: o que defende a manutenção dum ponto óptimo entre capital próprio e alheio; o que assenta na hierarquia das fontes de financiamento; e, outros critérios de natureza não financeira, nos quais se destaca a teoria do posicionamento estratégico.

da estrutura de financiamento adequada é obtida após a avaliação das fontes de financiamento e da necessidade de cobertura dos riscos financeiros associados

Para Menezes (1988), a avaliação da decisão de financiamento dos investimentos, pode ser realizada com base nos seguintes modelos: custo do capital; custo actual das fontes de financiamento; e, valor actual líquido da decisão de financiamento.

Em complemento aos critérios supra apresentados, considerou-se, no questionário, a hipótese da utilização de critérios não financeiros e, de outros critérios, para a avaliação da decisão de financiamento dos investimentos.

As empresas quando recorrem a financiamentos ficam expostas às variações imprevisíveis nas taxas de juro, caso o financiamento seja remunerado, e nas taxas de câmbio, caso o financiamento esteja representado em moeda estrangeira.

Assim, após a selecção da estrutura de financiamento deve proceder-se à avaliação da hipótese de cobertura dos riscos financeiros. Neves (1989) referiu, que o risco financeiro está associado à estrutura de capitais e, que pelo facto de uma empresa se endividar, cria um risco adicional sobre os capitais próprios. Por outro lado Culp (2001) afirmou, que a gestão de riscos financeiros, ao reduzir a variabilidade dos fluxos de caixa, apresenta ganhos para a empresa, nomeadamente nos seguintes aspectos:

diminuição dos riscos associados à falência, pelo facto de, com a gestão dos riscos financeiros, se diminuir a variabilidade dos fluxos de caixa e, por essa via, reduzir-se o valor actual dos custos de falência;

redução do valor pago do imposto sobre o rendimento;

redução nos custos de obtenção de crédito em virtude da redução dos riscos sobre a estrutura de capitais.

Nesta perspectiva, as empresas devem proceder à cobertura dos riscos financeiros quando os benefícios que lhe estão associados superarem os custos de cobertura; isto é, quando essa cobertura originar aumento do valor da empresa.

No que respeita à gestão dos riscos financeiro, questionou-se as empresas no sentido de saber se de forma sistemática recorrem à cobertura dos riscos financeiros e, dos riscos associados ao financiamento com capitais alheios. Em caso afirmativo questionou-se quais os riscos que habitualmente cobrem, de entre as seguintes alternativas:

riscos associados à taxa de câmbio, no sentido de proceder à fixação duma taxa relacionada com um financiamento em moeda estrangeira;

riscos associados à variabilidade da taxa de juro; e,

outros.

Questionou-se também, sobre quais os produtos financeiros utilizados na cobertura, entre os quais se indicaram os seguintes produtos derivados: os futuros sobre câmbios e sobre taxas de juro; as opções de taxas de juro e de taxas de câmbio; os Forward rate agreement (acordos sobre taxas a prazo), na prática conhecidos por FRA – contrato de fixação a prazo de taxa de juro ou de câmbio; os Swaps cambiais; e, os Swaps sobre taxas de juro ou IRS.

Para Mseka (1998), a cobertura dos riscos financeiro, para muitos, é a única maneira de manterem as empresas nos mercados actuais, que são voláteis. Portanto, “considerando a aversão dos investidores ao risco, para que a decisão de endividamento seja correcta será necessário, pelo menos, que esta aumente a rendibilidade dos capitais próprios” (Neves, 1989:115).

Finalmente, a análise incidiu sobre as empresas que constituem a amostra, organizadas em três vertente: pelas respostas obtidas para a totalidade da amostra; de acordo com a forma jurídica da sociedade; e para as empresas cotadas em mercado de valores mobiliários. Com a organização referida, pretendia-se obter o nível de aprofundamento dos resultados proporcional à dimensão e ao grau de sofisticação da gestão percebido. Assim, considera-se que, normalmente, as empresas cotadas em mercado de bolsa detêm mais dimensão e grau de sofisticação que as sociedades anónimas e, estas mais que as restantes empresas que constituem a amostra.

#### 4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

##### 4.1. O PROCESSO DE DECISÃO DE FINANCIAMENTO

O processo de decisão inicia-se com o estudo da opção relativa ao critério a utilizar na escolha das fontes de financiamento. As alternativas em estudo são: a manutenção de uma dada estrutura de capitais; a hierarquia das fontes de financiamento; e, a hipótese de critérios não financeiros ou baseados no custo das fontes e na oportunidade. Questionou-se sobre qual o critério utilizado e, das 190 empresas que constituem a amostra, 189 responderam, o que representa uma taxa de resposta válida de 99,5%. As respostas obtidas indicaram que 48,7% utilizam como critério a hierarquia das fontes de financiamento e 32,1% utilizam como critério o custo associado às fontes, a oportunidade e outros critérios não financeiros (Tabela 4.1).

Tabela 4.1 – Critério utilizado na escolha das fontes de financiamento

| Critério                               | Nº  | %     |        |           |
|--|-----|-------|--------|-----------|
|  |     | Total | Válida | Acumulada |
| Manutenção de estrutura de capitais    | 36  | 18,9  | 19,0   | 19,0      |
| Hierarquia das fontes de financiamento | 92  | 48,4  | 48,7   | 67,7      |
| Nenhum                                 | 61  | 32,1  | 32,3   | 100,0     |
| Total de repostas válidas              | 189 | 99,5  | 100,0  |           |
| Não repostas                           | 1   | 0,5   |        |           |
| Total                                  | 190 | 100,0 |        |           |

Os resultados permitem concluir sobre a evidência favorável à hierarquia das fontes de financiamento como critério utilizado na escolha das fontes de financiamento. Porém, a percentagem obtida na utilização de nenhum dos dois critérios anteriores demonstra, também, tendência para que os gestores considerem importantes a oportunidade e os custos associados à fonte, em detrimento de outros critérios financeiros. Por outro lado, a manutenção de uma dada estrutura de capitais, pese embora o desenvolvimento teórico associado, tem pouca utilização prática, sendo utilizado como critério por apenas 19% das empresas que responderam ao questionário.

Detalhando a análise por forma jurídica de sociedade, a hierarquia das fontes de financiamento é o critério mais utilizado para todas as formas jurídicas recolhidas na amostra - 47,9% nas sociedades anónimas e 50% nas sociedades por quotas - sendo a distribuição obtida para as sociedades anónimas e por quotas (que representam 95% da amostra) semelhante à obtida através do agrupamento da amostra (Tabela 4.1).



## FINANCE MANAGEMENT CHALLENGES

Ao isolar, do grupo das sociedades anónimas, as empresas cotadas em mercado de bolsa, obtém-se maior evidência, em relação às restantes sociedades, da utilização do critério da hierarquia das fontes de financiamento: 59,3% (ou 16 empresas) utilizam o critério da hierarquia das fontes de financiamento; 25,9% (ou 7 empresas) não utilizam nenhum dos critérios financeiros; e, apenas 14,8% (ou 4 empresas) utilizam como critério a manutenção de uma dada estrutura de capitais.

Em conformidade com o exposto na revisão bibliográfica, o critério da hierarquia das fontes de financiamento assenta na preferência da utilização dos fundos gerados internamente em relação aos fundos externos. Caso as empresas necessitem de financiamento externo, os gestores optam em primeiro lugar pela emissão de dívida com menor nível de risco, posteriormente pela emissão de títulos híbridos – obrigações .

Das empresas que utilizam como critério a hierarquia das fontes de financiamento, 64% preferem financiar-se prioritariamente com fundos gerados internamente, 50% utilizam o empréstimo bancário como a segunda fonte mais preferida, 44% utilizam o aumento de capitais como terceira fonte preferida e 52,8% utilizam a emissão de obrigações como última opção. Detecta-se, portanto, divergência em relação ao que preconiza a teoria, ao existir evidência que a emissão de obrigações está no fim da lista de preferências, ao invés da emissão de capitais próprios.

Tabela 4.2 – Ordem de preferência das fontes de financiamento

| Nº de<br>Ordem | Retenção lucros |       | Aumento capital |       | Emp. bancário |       | Em obrigações |       |
|----------------|-----------------|-------|-----------------|-------|---------------|-------|---------------|-------|
|                | Nº              | %     | Nº              | %     | Nº            | %     | Nº            | %     |
| 1º             | 52              | 64,2  | 2               | 3,6   | 35            | 41,7  |               |       |
| 2º             | 20              | 24,7  | 11              | 19,6  | 42            | 50,0  | 7             | 13,2  |
| 3º             | 8               | 9,9   | 25              | 44,6  | 5             | 6,0   | 18            | 34,0  |
| 4º             | 1               | 1,2   | 18              | 32,1  | 2             | 2,4   | 28            | 52,8  |
| Total          | 81              | 100,0 | 56              | 100,0 | 84            | 100,0 | 53            | 100,0 |

Resultado idêntico obtém-se através da análise, da ordem de preferência das fontes de financiamento, desagregada por forma jurídica de sociedade e para as sociedades cotadas em mercado de bolsa. Em suma, pese embora o reduzido número de sociedades com forma jurídica diferente de sociedade anónima e de sociedade por quotas, apenas estas definem a ordem de preferência na hierarquia das fontes de financiamento em conformidade com o disposto pela respectiva teoria. Por outro lado, as sociedades anónimas e, incluídas neste grupo, as sociedades cotadas em mercado de bolsa assumem preferível o aumento de capital à emissão de obrigações, como terceira preferência.

Tabela 4.3 – Avaliação das decisões de financiamento

| Forma jurídica       | Não |      | Sim |      | Total |       |
|----------------------|-----|------|-----|------|-------|-------|
|                      | Nº  | %    | Nº  | %    | Nº    | %     |
| Sociedade Anónima    | 25  | 17,0 | 122 | 83,0 | 147   | 100,0 |
| Sociedade por quotas | 7   | 20,6 | 27  | 79,4 | 34    | 100,0 |
| Outra                | 5   | 55,6 | 4   | 44,4 | 9     | 100,0 |
| Total                | 37  | 19,5 | 153 | 80,5 | 190   | 100,0 |

No que se refere à prática sistemática de avaliação das decisões de financiamento para os investimentos efectuados, das 190 empresas que constituem a amostra, 80,5% utilizam esse método (Tabela 4.3). Procedendo à decomposição dos resultados de acordo com a forma jurídica da sociedade, verifica-se que 83% das sociedades anónimas e 79,4% das sociedades por quotas efectuam, de forma sistemática, a avaliação das decisões de financiamento para os investimentos efectuados; o mesmo acontecendo com a totalidade das empresas cotadas em mercado de bolsa (27 empresas) que constituem a amostra.

Para a avaliação dessas decisões, constata-se a predominância dos métodos de avaliação de natureza financeira relativamente a critérios não financeiros. Dos primeiros, os mais utilizados são o método do custo de capital, por

## CITIES IN COMPETITION

42,1% das empresas, e o método do custo actual das fontes de financiamento, por 38,6% das empresas. Os critérios não financeiros são utilizados por 20% das empresas (Tabela 4.4). É de salientar que cada uma das empresas respondentes pode utilizar um ou vários métodos.

As conclusões para a distribuição por forma jurídica de sociedade, são idênticas às obtidas para a totalidade das empresas que praticam a avaliação das decisões de financiamento. Assim, para as sociedades anónimas os métodos mais utilizados são o método do custo do capital, por 42,6% das empresas, e o método do custo actual das fontes de financiamento, por 38,3% das empresas. Das sociedades anónimas, 16,5% das respondentes, utilizam critérios não financeiros. Para as sociedades por quotas, é de referir uma percentagem de utilização de critérios não financeiros (26,9%) superior relativamente às sociedades anónimas. Os critérios mais utilizados são o método do custo do capital e o método do custo actual das fontes de financiamento, ambos por 38,5% das sociedades.

Para as empresas cotadas em mercado de bolsa há a referir a menor utilização de critérios não financeiros (3 empresas, ou 11,5%, utilizam critérios não financeiros e 1 empresa, ou 3,8%, utiliza outros critérios) e uma taxa de utilização superior dos dois primeiros métodos, relativamente à totalidade da amostra. 53,8% e 50% das empresas cotadas em mercado de bolsa recorrem, respectivamente, ao método do custo do capital e ao método do custo actual das fontes de financiamento para realizarem a avaliação das decisões de financiamento para os investimentos efectuados.

Tabela 4.4 – Métodos de avaliação utilizados

| Método de avaliação                                | Soc. Anónima |      | Soc. quotas |      | Outra |      | Total |      |
|--|--------------|------|-------------|------|-------|------|-------|------|
|  | N.º          | %    | N.º         | %    | N.º   | %    | N.º   | %    |
| Método do custo do capital                         | 49           | 42,6 | 10          | 38,5 | 2     | 50,0 | 61    | 42,1 |
| Método do custo actual das fontes de financiamento | 44           | 38,3 | 10          | 38,5 | 2     | 50,0 | 56    | 38,6 |
| Valor actual líquido da decisão de financiamento   | 35           | 30,7 | 6           | 23,1 | 1     | 25,0 | 42    | 29,2 |
| Crítérios não financeiros                          | 17           | 14,8 | 4           | 15,4 | 3     | 75,0 | 24    | 16,6 |
| Outros   | 2            | 1,7  | 3           | 11,5 |       |      | 5     | 3,4  |

Em suma, os resultados apresentados evidenciam a utilização sistemática da avaliação da decisão de financiamento para os investimentos efectuados e a utilização de métodos financeiros para a avaliação dessas decisões, sendo a frequência de utilização crescente em função do grau de sofisticação da gestão das empresas.

No que se refere à prática sistemática de operações de cobertura de riscos financeiros, em primeiro lugar procurou-se aferir se as empresas que constituem a amostra estão expostas ao risco cambial decorrente do recurso a financiamentos em moeda estrangeira. Assim, das empresas que constituem a amostra, 183 responderam (96,3%) e, dessas, 48,1% estão, ou já estiveram, expostas ao risco cambial decorrente do recurso a financiamentos em moeda estrangeira. Quanto à forma jurídica de sociedade, 51% das sociedades anónimas e 45,2% das sociedades por quotas estão, ou já estiveram, expostas ao risco cambial; o mesmo acontece com 57,7% das empresas cotadas em mercado de bolsa. Os resultados evidenciam acréscimo de utilização de financiamentos em moeda estrangeira, relacionado com o grau de sofisticação da gestão (derivado do efeito dimensão da empresa e/ou, eventualmente, do tipo de mercado em que a empresa actua).

Decorrente da eventual exposição ao risco cambial e, ainda, ao risco de eventuais subidas da taxa de juro, 40,3% procedem, de forma sistemática à cobertura dos riscos financeiros. Tal como para o recurso a financiamentos em

moeda estrangeira, a análise dos resultados evidencia acréscimo na prática de cobertura de riscos financeiros relacionado com o grau de sofisticação da gestão. Assim, 42,3% das sociedades anónimas – percentagem superior à média obtida – e 36,7% das sociedades por quotas – percentagem inferior à média obtida - praticam de forma sistemática a cobertura de riscos financeiros; o mesmo acontece com 60% das sociedades cotadas em mercado de bolsa. Refira-se que, caso se expurgue das sociedades anónimas, as sociedades cotadas em bolsa, a percentagem destas sociedades que pratica a cobertura de riscos financeiros reduz-se para 38,5%, superior à obtida para as sociedades por quotas.

Quanto ao tipo de riscos cobertos, 75,7% das empresas procedem à cobertura de riscos cambiais, 65,2% de taxa de juro e 5,8% de outro tipo de riscos. No que respeita à distribuição dos resultados por forma jurídica de empresa, 77,6% e 68,6% das sociedades anónimas procedem, respectivamente, à cobertura de risco cambial e de taxa de juro; o mesmo acontece com 80% e 40% das sociedades por quotas (considere-se o baixo número destas sociedades que procedem à cobertura dos riscos), respectivamente.

No que se refere a empresas cotadas em mercado de bolsa, 80% e 93,3% procedem, respectivamente, à cobertura do risco cambial e de taxa de juro. Saliente-se que, dependendo do nível de exposição, uma empresa pode proceder à cobertura de mais do que um tipo de risco.

Tabela 4.5 – Produtos financeiros para cobertura

| Produto financeiro        | Soc. anónima |      | Soc. quotas |      | Outra |       | Total |      |
|---------------------------|--------------|------|-------------|------|-------|-------|-------|------|
|                           | N.º          | %    | N.º         | %    | N.º   | %     | N.º   | %    |
| Futuros                   | 11           | 19,0 | 2           | 22,2 |       |       | 13    | 18,8 |
| Opções                    | 19           | 32,8 | 3           | 33,3 | 1     | 50,0  | 23    | 33,3 |
| FRA's                     | 23           | 39,0 |             |      |       |       | 23    | 32,9 |
| Swaps cambiais            | 33           | 56,9 | 6           | 66,7 |       |       | 39    | 56,5 |
| Swaps sobre taxas de juro | 33           | 56,9 | 3           | 33,3 | 2     | 100,0 | 38    | 55,1 |
| Outros                    | 1            | 1,7  | 1           | 11,1 |       |       | 2     | 2,9  |

Entre os produtos financeiros, os mais utilizados na cobertura desses riscos são os Swaps cambiais, por 56,5% das sociedades e os Swaps sobre taxas de juro, por 55,1% das sociedades (Tabela 4.5).

No que se refere à utilização desses produtos pelas empresas cotadas em mercado de bolsa, os resultados evidenciam a preferência pela utilização dos produtos derivados compostos em detrimento dos futuros (principalmente) e das opções. Embora, para as empresas não cotadas em mercado de bolsa, exista predominância de utilização dos produtos derivados compostos, verifica-se, igualmente, o recurso aos

futuros e opções em nível não negligenciável.

## 4.2. RECURSO AO MERCDO PRIMÁRIO DE CAPITAIS

Uma das formas de realizar os aumentos de capital social, provenientes da emissão de novas acções, consiste no recurso ao mercado primário de capitais, desde que sejam cumpridos os requisitos definidos no Código de Valores Mobiliários. Das sociedades anónimas que podem recorrer a este mercado (113 sociedades anónimas), apenas 8 (ou seja 7,1%) recorre habitualmente ao mercado primário de títulos como forma de captar capitais próprios através da emissão de novas acções. Dessas, apenas 2 não se encontram cotadas em mercado de bolsa. Este resultado sugere fraco interesse pelo recurso a este mercado.

No sentido de validar a conclusão supra referida, questionou-se as restantes empresas que constituem a amostra se consideram a possibilidade de vir a recorrer ao mercado primário de capitais, independentemente da forma jurídica e do eventual cumprimento dos requisitos de admissão. Obteve-se um total de 167 respostas válidas, equivalente a 91,8% de taxa de resposta válida, das quais 19 empresas (ou 11,38%) admitiram a possibilidade de

recorrerem ao mercado primário de capitais como forma de captar capitais próprios através da emissão de novas acções. Dessas 19 empresas, 18 (ou 14,3% das 126 sociedades anónimas que responderam) têm a forma jurídica de sociedade anónima e 1 (ou 3,1% das 32 sociedades por quotas que responderam) de sociedade por quotas. Este resultado sugere fraco interesse futuro em relação ao mercado primário de capitais.

Também se questionaram as empresas sobre os factores que sustentam a decisão de recorrerem ao mercado primário de capitais. Das 19 empresas que admitem essa hipótese, 17 responderam (89,5%) e, dessas, 76,5% consideram o custo associado ao financiamento como factor determinante, 47,1% e 35,3% consideram que o recurso a esse mercado traduz-se num aumento de notoriedade e de credibilidade, respectivamente, da empresa perante o mercado. Por outro lado, das 104 empresas que excluem essa hipótese, 88 responderam (ou 84,6%) e, dessas, 53,4% considera o desinteresse pelo mercado como factor determinante para a decisão, 34,1% considera factores diversos e 13,6% considera o custo associado ao financiamento.

### **4.3. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS**

Os resultados obtidos, no que respeita aos critérios utilizados na escolha das fontes de financiamento, confirmam os resultados obtidos em estudos empíricos anteriores sobre a realidade Portuguesa, nomeadamente de Simões e Silva (2003); de Rita (2003); e, de Matias (2000). Em complemento, sugerem a existência de harmonização, a nível internacional, relativamente a esse procedimento, ao apresentarem conclusão idêntica à obtida por Graham e Harvey (2001) e Myers (1984), nos EUA; por Junior e Melo (1999), no Brasil; por Gálvez (1999) e Arias et al (2000), em Espanha; por Allen (1991), na Austrália.

No que se refere aos resultados obtidos sobre o processo de financiamento, desconhece-se a realização de estudos versando as variáveis ora analisadas, pelo que não é possível realizar qualquer comparação. Saliente-se que os resultados apurados no presente estudo confirmaram, globalmente, as hipóteses colocadas, previamente. Porém, reconhece-se a existência de limitações quanto ao método e quanto à população em análise. No que refere ao método, conforme exposto na secção 3, ponto 3.1, reconhece-se que a entrevista directa, ao invés do questionário, possibilitaria aumentar a qualidade e a fiabilidade dos resultados obtidos, quer na vertente da interpretação homogénea das questões colocadas quer na vertente da percepção de envolvimento que o respondente detém na empresa.

### **5. CONCLUSÕES**

A produção científica sobre a área em análise tem-se centrado, essencialmente, em torno da discussão dos critérios de decisão de financiamento que determinam a estrutura de capitais. Como complemento dessas abordagens, procedeu-se ao estudo do processo de financiamento, contemplando, para além da selecção do critério de decisão, as etapas subsequentes, em particular a selecção das fontes, no que respeita à origem e ao tipo; a avaliação da decisão; e, a prática de cobertura dos riscos financeiros.

Face ao exposto e ao facto de se reconhecerem insuficiências de análise, particularmente em Portugal, sobre a área abordada, admitiu-se a relevância teórica e empírica do presente estudo, para a determinação dos factores críticos que envolvem o processo de decisão e, ainda, como ponto de partida para outras abordagens complementares.

Assim, a definição dos objectivos a atingir e a análise dos recursos existentes para a produção deste trabalho, conduziram à adopção do método de investigação baseado no envio, via postal, dum questionário directo a 442 empresas que operam em Portugal, não pertencentes ao sector financeiro, nas quais se incluíram as maiores empresas, por volume de negócios, reportado ao exercício 2001, que integraram a edição “Publico 500 – As maiores empresas não financeiras de Portugal” e todas as empresas cotadas em mercado de valores mobiliários, Euronext Lisboa. Obteve-se uma amostra constituída por 190 empresas com respostas válidas, o que correspondeu a uma taxa de resposta de 44,71%, considerada boa face à obtida noutros estudos incidentes sobre população idêntica. Da análise do teste qui-quadrado efectuado sobre a amostra, verificou-se que esta é representativa da população.

Considerando o processo de financiamento como unidade de análise foram obtidos os resultados que permitem responder, de forma adequada, aos objectivos definidos.

No que se refere ao critério de decisão de financiamento, os resultados evidenciaram a predominância da hierarquia das fontes de financiamento em relação ao critério que defende a manutenção de uma dada estrutura de capitais. Também se regista a evidência que, ao invés dos critérios estruturados, os gestores assumem preocupações com a oportunidade, os custos associados às fontes de financiamento e com outras variáveis de natureza estratégica (não financeira). Porém, sendo a hierarquia das fontes o critério predominante, os resultados evidenciam divergência na ordem de preferências relativamente ao preconizado pela teoria. Assim, os fundos gerados internamente constituem a primeira preferência, a emissão de dívida surge como segunda preferência, a emissão de capitais próprios como terceira e a emissão de obrigações como última preferência, resultados que confirmam a existência duma pecking order modificada. Este resultado indica a necessidade de averiguação adicional de forma a determinar quais os factores preponderantes para os resultados alcançados.

Relativamente ao processo de avaliação da decisão, os resultados evidenciaram a prática sistemática de avaliação das fontes de financiamento, com predominância para utilização de métodos financeiros de avaliação, em particular, o método do custo do capital e o método do custo actual das fontes de financiamento.

O nível de exposição aos riscos financeiros pode implicar a decisão sobre a respectiva cobertura. No que se refere à exposição ao risco, nomeadamente, de financiamento em moeda estrangeira, os resultados sugerem um nível de exposição proporcional ao grau de sofisticação da gestão e/ou dimensão das empresas, ou seja, mais utilizado pelas empresas cotadas em bolsa e pelas restantes sociedades anónimas.

Os resultados também confirmaram que a prática sistemática de cobertura de riscos financeiros está associada ao grau de sofisticação da gestão. Assim, em resultados agregados, existe alguma evidência da prática sistemática da cobertura de riscos financeiros. Porém, os resultados sugerem que 60% das sociedades cotadas e 38,5% das sociedades anónimas (excluindo as cotadas), procedem a essa cobertura. Quanto ao tipo de riscos, existe evidência da cobertura dos riscos cambial e de taxa de juro. Os produtos financeiros mais utilizados para proceder à cobertura são os swaps cambiais e de taxa de juro, ao invés dos produtos derivados não compostos (futuros e opções).

No que respeita ao interesse sobre a procura de capitais próprios com recurso ao mercado primário de títulos, os resultados sugerem falta de interesse relativamente a esse mercado. Das empresas que recorrem ou já recorreram, 75% já se encontram cotadas em mercado de capitais. Quanto ao interesse futuro, apenas 11,8% admitiram essa possibilidade mas, dessas, apenas 3% cumpre, actualmente, os requisitos para a admissão, nomeadamente, o da

dispersão do capital pelo público. Este facto, indicia a existência de uma estrutura empresarial com predominância de empresas com capital pouco disperso.

Entre os factores que determinam o interesse pelo eventual recurso ao mercado primário de capitais foram indicados o custo associado ao financiamento, a notoriedade e a credibilidade. Por outro lado, entre os factores que concorrem para a exclusão da decisão de recurso a esse mercado, encontra-se o desinteresse.

Em suma, os resultados do estudo evidenciaram:

a hierarquia de preferências como critério mais utilizado para a decisão de financiamento;  
a prática de avaliação sistemática da decisão de financiamento;  
a prática sistemática de cobertura de riscos financeiros em empresas cotadas em mercado de capitais;  
pouco interesse pela procura de capitais próprios com recurso ao mercado primário de títulos, actual e futura; e,  
dificuldade no cumprimento dos requisitos de admissão, nomeadamente no que respeita à dispersão do capital pelo público.

## BIBLIOGRAFIA

- Allen, D. E. (1991) The Determinants of the Capital Structure of Listed Australian Companies: The Financial Manager's Perspective, *Australian Journal of Management*, 16, 2, The University of New South Wales.
- Arias, C. A., A. C. Martinez e J. L. Gracia (2000) Enfoques Emergentes en Torno en la Estructura de Capital: El caso de la Pyme, VIII Foro de Finanzas – Asociación Española de Finanzas (AEFIN), Madrid, 25 – 27 Octubre.
- Balakrishnan, S. e I. Fox (1993) Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure, *Strategic Management Journal*, 14, 3-16.
- Bradley, M., G. Jarrell e E. Kim (1984) On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, *The Journal of Finance*, Vol. 39, Nº 3, 857-880.
- Código dos Valores Mobiliários, Decreto-Lei 486/99 de 13 de Novembro.
- Donaldson, G. (1961) Corporate Debt Capacity – A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity, Harvard College, Reprinted 2000 by Beard Books.
- Duque, J. e L. C. Febra (2002) Motivos para o Lançamento de Ofertas Públicas Iniciais em Portugal, Documento de Trabalho Nº 4/2002, Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa.
- Fama, E. F. e K. R. French (2000) Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt, Working Paper Nº. 506, The Center for Research in Security Prices.
- Flannery, M. J. (1986) Asymmetric Information and Risk Debt Maturity Choice, *The Journal of Finance*, Vol. XLI, Nº 1, 19-37.
- Frank, M e V. Goyal (2000) Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure, University of British Columbia, Canadá, Dezembro.
- Gago, S. (2003) O Endividamento da Economia Portuguesa – Análise do Financiador e da Entidade Financiada, Dissertação de Mestrado em Finanças Empresariais, Faculdade de Economia da Universidade do Algarve.
- Gálvez, C. S. (2000) Elección de las Fuentes de Financiación en las Empresas, VIII Foro de Finanzas – Asociación Española de Finanzas (AEFIN), Madrid, 25 – 27 Octubre.
- Gama, A. P. (1999) Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas, Dissertação de Mestrado em Gestão, Universidade da Beira Interior.
- Gordon, M. J. (1971) Towards a Theory of Financial Distress, *Journal of Finance*, Vol. 26, 347-356.
- Graham, J. R. e C. R. Harvey (2001) The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, 187-243.
- Haugen, R. A. e L. W. Senbet (1978). The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 33, 383-393.
- Hare, J. B. (1994) So you want to go public? First, you have to calculate the costs, benefits, and risks, *Management Accounting*, 76, Dezembro, 25-29.
- Harris, M. e A. Raviv (1991) The Theory of Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 46, Nº 1, 297-355.
- Hovakimian, A; T. Opler e S. Titman (2001) The Debt-Equity Choice, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36, Nº 1, Março.

## FINANCE MANAGEMENT CHALLENGES

- Jensen, M. C. (1983) Organization Theory and Methodology, *The Accounting Review*, Vol. 58, Nº2, 319-339.
- Jensen, M. C. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, *Corporate Finance and Takeovers*, *The American Economic Review*, Vol. 76, Nº 2, 323-329.
- Jensen M. C. e W. H. Meckling (1976) Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Outubro, 305-360.
- Jorge, S. (1997) Determinantes da Estrutura de Capitais: Um Caso Português – 1990 a 1995, *Dissertação de Mestrado em Gestão de Empresas*, Universidade do Minho.
- Junior, W. R. e G. M. Melo (1999). Padrão de Financiamento das Empresas Privadas no Brasil, Texto para discussão Nº 653, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Brasília.
- Kamath, R. (1997). Long-Term Financing Decisions: Views and Practices of Financial Manager of NYSE Firms, *The Financial Review*, Vol. 32, Nº 2, 350-356.
- Kim, E. (1978) A Mean-Variance Theory of Optimal Structure and Corporate Debt Capacity. *The Journal of Finance*, Vol 34, Nº 1, 45-63.
- Kim, W. S. e E. H. Sorensen (1986) Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, Nº 2, 131-144.
- Kraus. A. e R. Litzberger (1973) A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage, *The Journal of Finance*, Vol. 33, Nº 4, 911 – 922.
- Leland, H. E. e D. H. Pyle (1977) Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *The Journal of Finance*, Vol. 32, Nº 2, 371-387.
- Lerner, J. (1998) Anjel – Financiering and Public Policy: an Overview, *Journal of Banking and Finance*, 22. 773-783.
- March, P. (1982) The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study, *The Journal of Finance*, Vol. 37, 121-144.
- Matias, M. (2000) Estrutura de capital e especificidade dos activos, Tese de doutoramento em Organização e Gestão de Empresas, ISCTE.
- Mauer, D. C. e A. Triantis (1994) Interactions of corporate financing and investment decisions: A dynamic framework, *The Journal of Finance*, Cambridge, Vol. 49, Iss. 4, 1253
- Mello, A. S. (1994) Competitividade do Mercado de acções português, *Bolsa de Valores de Lisboa*, Portugal
- Menezes, H. C. (1988) *Princípios de Gestão Financeira*, 2ª edição, Lisboa, Editorial Presença.
- Milhaupt, C. (1997) The Market for Innovation in the United States and Japan: Venture Capital and the Corporate Governance Debate, *North-western University Law Review*, 91, 856-898.
- Miller, M. H. (1977) Debt and Taxes, *The Journal of Finance*, Vol. 32, Nº 2, 261-275.
- Miller, M. H. (1988) MM-Past, Present, and Future, *Journal of Economics Perspectives*, Vol. 2, 149-158.
- Modigliani, F. e M. H. Miller (1958) The Cost of Capital, *Corporate Finance and the Theory of Investment*, *The American Economic Review*, Vol. 48, Nº 3, 261-297.
- Modigliani, F. e M. H. Miller (1963) Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction, *American Economic Review*, 53, 433-443.
- Mseka A. (1998) The many faces of financial Risk, *Atlanta, TMA journal*, Jul/Aug.
- Myers, S.C. (1977) Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions — Implications for Capital Budgeting, *Journal of Finance*, Nº 29, 1-25.
- Myers, S.C. (1977) Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, Nº 5, 146-174.
- Myers, S. C. (1984) The Capital Structure Puzzle, *The Journal of Finance*, Vol. 39, Nº 3, 575-592.
- Myers, S. C. e N. S. Majluf (1984) Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, Nº2, 187-221.
- Neves, J. C. (1989) *Análise Financeira – Métodos e Técnicas*, 2ª edição, Lisboa, Texto Editora,
- Pestana, M. H. e J. N. Gageiro (2000) *Análise de dados para ciências sociais – A complementaridade do SPSS*, 2ª edição, Lisboa, Edições Silabo, Lda.
- Pinegar, J. M. e L. Wilbricht (1989). What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey, *Financial Managemet*, Winter 1989.
- Pruit, S e L. Gitman (1991). The interactions between the Investment, Financing, and Dividend Decisions, *The Financial Review*, Vol. 26, Nº 3, 409 - 430
- Rita, R. M. S. (2003) As Teorias da Estrutura de Capitais: A Evidência Empírica das Empresas Portuguesas, *Dissertação de Mestrado em Finanças Empresariais*, Universidade de Évora.
- Ritter, J. R. (1987) The costs of going public, *Journal of Financial Economics*, 19, 269-281.
- Ross, S. A. (1973) The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, *The American Economic Review*, Vol. 63, Nº 2, 134-139.
- Ross, S. A. (1977), The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, 23-40.
- Rubinstein, M. (1973) A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory, *The Journal of Finance*, Vol. XXVIII, 167-181.
- Scott, J. (1976) A Theory of Optimal Capital Structure, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 34, Inverno, 33-54.
- Simões, Joaquim e Jacinto Vidigal Silva (2003). *Identificação de Factores Determinantes do Financiamento das Empresas Portuguesas*. Portuguese Journal of Management Studies, volume VIII, nº 2.
- Solomon, E. (1963) *The Theory of Financial Management*, 1ª edição, Columbia University Press, USA.

## CITIES IN COMPETITION

- Stiglitz, J. E. (1969) *A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem*, The American Economic review, Vol. 59, N° 5, 784-793.
- Stulz, R. M. (1990) *Managerial Discretion and Optimal Financing Policies*, Journal of Financial Economics, Vol. 26, N° 1, 3-27.
- Suárez A. S. S. (1995) *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*, 18ª edición, Editora Pirámide, Madrid.
- Titman, S. (1984) *The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision*, Journal of Financial Economics, Vol. 13, N° 1, 137-151.
- Williamson, O. E. (1988) *Corporate Finance and Corporate Governance*, The Journal of Finance, Vol. 43, N° 3, 567-591.