

DETERMINANTES DA ESTRUTURA FINANCEIRA DAS EMPRESAS PORTUGUESAS: UMA APLICAÇÃO ÀS EMPRESAS DE GRANDE DIMENSÃO

Zélia Serrasqueiro
Paulo M. Nunes
Leonor Nunes

RESUMO

O presente artigo tem por objectivo analisar alguns determinantes das decisões da estrutura financeira das “500 maiores e melhores empresas” assim definidas pela Revista Exame (2002), tendo por base as principais teorias da estrutura financeira da empresa. Deste modo, definiram-se as seguintes variáveis explicativas do endividamento: sector de actividade, rentabilidade das vendas e do investimento, estrutura do activo, dimensão da empresa e crescimento do volume de negócios. Os dados obtidos da Revista Exame (2002) foram submetidos a uma regressão multivariada. Os resultados mostram que a rentabilidade se relaciona negativamente com o nível de endividamento das empresas, encontrando-se suporte para a teoria das preferências hierárquicas. As empresas de maior dimensão e com maior peso do Activo Fixo no Activo Total preferem o endividamento de médio e longo prazo ao de curto prazo.

PALAVRAS-CHAVE: determinantes do endividamento, estrutura financeira, grandes empresas.

ABSTRACT

The research purpose of this paper is to analyse a set of factors as determinants of the corporate capital structure decision. Considering the main financial structure theories, it was defined the following debt determinants: industrial sector, return on sales, return on investment, asset composition, dimension of firm, and growth of sales. The data obtained from the Revista Exame (2002) regarding to the “large and best 500 firms” was submitted to a multivariate regression. The results show that the profitability of firm has a negative impact on the level of indebtedness that supports the pecking order theory. The firms with larger dimension prefer long term debt to short term debt.

KEY WORDS: determinants of capital structure decisions, large firms.

1- INTRODUÇÃO

O trabalho pioneiro de Modigliani e Miller (MM, 1958) mostra que o valor de mercado de uma empresa é independente da sua estrutura financeira, sob a verificação de determinados pressupostos. Os fundos internos e externos eram considerados como substitutos perfeitos, o mercado de capitais funcionava em condições perfeitas, onde não existiam custos de emissão nem de falência, nem impostos, não havia assimetria de informação e havia igualdade de acesso ao mercado de capitais. Mas, o mercado de capitais apresenta imperfeições, pois as empresas deparam-se com restrições no acesso a determinadas fontes de financiamento e estão sujeitas a custos de transacção e de assimetria de informação (McMahon et al., 1993).

Mais tarde, MM (1963) admitindo a incidência de impostos sobre o rendimento das empresas mostraram que devido à poupança fiscal permitida pela dedução dos encargos financeiros da dívida ao rendimento tributável, as empresas preferem o capital alheio em detrimento do capital próprio. Após os trabalhos de MM (1958; 1963), a moderna teoria financeira tem-se debruçado sobre os determinantes da estrutura financeira das empresas.

O presente trabalho tem por objectivo analisar em que medida alguns dos determinantes influenciam a estrutura financeira das “500 melhores e maiores” empresas portuguesas, assim classificadas pela Revista Exame (2002). Concretamente, pretende-se estudar alguns dos determinantes do endividamento, considerando-se o endividamento global, o endividamento de curto, bem como o endividamento de médio e longo prazo.

2- TEORIAS DA ESTRUTURA FINANCEIRA

2.1-VISÃO TRADICIONAL VERSUS MODIGLIANI E MILLER

A teoria dos autores tradicionalistas (Durand, 1959; Schwartz, 1959; Solomon, 1963) defende que a estrutura financeira óptima da empresa é aquela que maximiza o valor de mercado da empresa (e minimiza o custo do capital) (Munyo, 2003). Para os autores tradicionalistas, a substituição de capital próprio por capital alheio, no financiamento da empresa gera um aumento do valor de mercado da empresa. Este valor é uma função crescente do nível do capital alheio até certo ponto, já que a partir de um nível de endividamento suficientemente elevado, o valor de mercado das acções e portanto, o valor de mercado da empresa pode decrescer (Myers e Robichek, 1965).

A abordagem iniciada por MM (1958), defende que na ausência de impostos sobre o lucro empresarial, o valor de mercado da empresa é independente do rácio capital alheio/capital próprio. MM (1958) argumentavam que o valor de mercado de uma empresa era dado pela actualização de todos os valores esperados antes de encargos financeiros a uma determinada taxa, significando que o custo médio ponderado do capital é independente da estrutura financeira e igual à actualização da rendibilidade esperada, utilizando uma taxa de juro apropriada para cada classe de risco de empresas.

MM (1958) argumentam que o valor da empresa depende apenas da capacidade de geração de valor dos activos, sem importar a proveniência, nem a composição dos recursos financeiros que têm permitido o seu financiamento (Munyo, 2003). Assim, MM (1958) demonstraram que o valor de mercado da empresa é independente das fontes de financiamento, sob verificação dos pressupostos subjacentes ao seu trabalho. Contudo, o relaxamento de alguns dos pressupostos fundamentais, dando lugar ao reconhecimento da dificuldade de algumas empresas em obterem financiamento externo, dos custos das fontes alternativas de financiamento, pode implicar que as decisões de financiamento sejam relevantes na tomada das decisões de estrutura financeira das empresas (McMahon *et al.*, 1993; Bevan e Danbolt, 2000).

2.2-TEORIA DO *TRADE-OFF* ESTÁTICO

A teoria do *trade-off* estático desenvolvida por Kraus e Lintzenberger (1973), Scott (1977) e Kim (1978) aceita a existência de um nível ótimo para o rácio de capital alheio/capital próprio. Segundo esta teoria, as empresas com elevados lucros são as que se devem endividar devido à maior capacidade de endividamento e a maiores rendimentos sujeitos a imposto, portanto com maior possibilidade de beneficiarem fiscalmente da dedução dos encargos financeiros ao rendimento tributável (Ross *et al.*, 1999; Brigham *et al.*, 1999; Damodaran, 2002). Por outro lado, as empresas mais endividadas são as que apresentam maior probabilidade de enfrentarem problemas financeiros, elevando-se o seu risco financeiro e aumentando a sua probabilidade de falência (Meggison, 1997; Odgen *et al.*, 1997).

Contudo, esta teoria não consegue explicar o menor endividamento das empresas com maiores lucros (Brealey e Myers, 1998). Kester (1986) verificou na sua investigação uma relação negativa entre a rendibilidade e o nível de capital alheio das empresas dos Estados Unidos e do Japão. Para Weston (1989) e Jensen *et al.* (1992) a dimensão e a taxa de rendibilidade da empresa podem ajudar a compreender as decisões acerca da estrutura financeira, assim como o seu impacto no valor da empresa, mas estas variáveis não são tidas em conta pela teoria do *trade-off* estático.

No entanto, segundo Brealey e Myers (1998) a teoria do *trade-off* estático permite explicar as diferenças entre a estrutura financeira das empresas pertencentes a diferentes sectores de actividade. Os autores referem que as empresas de alta tecnologia com elevados investimentos em activos intangíveis recorrem menos ao capital alheio, devido aos custos elevados resultantes do grau elevado de risco ao qual estão expostas. De acordo com Munyo (2003) à medida que aumenta o endividamento aumenta a probabilidade de falência e de se obterem resultados negativos, gerando incerteza em alcançar os benefícios fiscais associados ao endividamento. Assim, verifica-se um *trade-off* entre o valor actualizado dos custos de falência e o valor actualizado dos benefícios fiscais associados ao endividamento (Ross *et al.*, 1999; Brigham *et al.*, 1999; Brealey e Myers, 1998; Damodaran, 2002).

2.3-TEORIA DAS PREFERÊNCIAS HIERÁRQUICAS (*PECKING ORDER THEORY*)

Segundo Myers (1984) existem duas abordagens teóricas distintas: uma que afirma que para cada empresa existe uma estrutura financeira ótima, e outra designada por teoria das preferências hierárquicas que estabelece que as empresas tomam as suas decisões de estrutura financeira segundo uma ordem hierárquica de preferências sobre as diversas fontes de financiamento. Esta teoria necessita de explicar as razões que movem as empresas a escolherem as fontes de financiamento segundo uma ordem hierárquica. A explicação teórica mais sólida da teoria das preferências hierárquicas baseia-se nos problemas de informação assimétrica (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984; Baskin, 1989; Saá, 1991).

Myers e Majluf (1984) referem que os investidores com pouca informação estão sujeitos a um risco elevado, para fazerem face à eventualidade da empresa se encontrar numa situação pior do que os gestores declaram. Por esta razão, os investidores penalizam o valor de mercado das empresas. As empresas seguem, deste modo, a seguinte hierarquia no recurso a fontes de financiamento: em primeiro lugar, recorrem ao autofinanciamento; em segundo lugar, seleccionam capital alheio isento de risco ao que se segue os títulos híbridos representativos da

dívida; em último lugar, escolhem os aumentos de capital junto de novos investidores externos à empresa (Myers, 1984; Thakor, 1989).

2.4-TEORIA DOS SINAIS E TEORIA DA INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA

Abordando a teoria dos sinais constata-se que os conflitos entre os agentes económicos podem resultar da assimetria de informação, e ainda, dos meios existentes para os agentes melhor informados emitirem sinais sobre a empresa aos agentes menos informados (Quintart e Zisswiller, 1994). Segundo Ross (1977) os gestores estão melhor informados sobre a rentabilidade da empresa, do que os investidores externos, pelo que podem modificar a estrutura financeira da empresa para alterarem as estimativas de rentabilidade e de risco dos investidores.

Leland e Pyle (1977) elaboraram um modelo onde as empresas emitem sinais aos investidores, baseado no nível de endividamento ou na estrutura financeira da empresa, admitindo que os agentes internos possuem mais informação sobre a empresa do que os agentes externos, devido à assimetria de informação. Segundo estes autores, o valor da empresa correlaciona-se positivamente com o montante de capital investido, pelo que o valor da empresa se relaciona com a sua estrutura financeira. Para Quintart e Zisswiller (1994) aumentos do capital social originam alterações nas estimativas dos rendimentos futuros da empresa, por parte dos investidores, provocando uma reavaliação da empresa pelo mercado. De acordo com Ross (1977) o aumento do capital alheio é considerado como um meio para assinalar a confiança dos investidores, pois, o aumento do capital alheio traduz-se num sinal positivo para o mercado, uma vez que empresas com perspectivas de uma rentabilidade elevada são mais propensas a recorrerem a capital alheio do que empresas de menor rentabilidade (McMahon *et al.*, 1993).

Myers e Majluf (1984) referem que as acções podem estar subavaliadas no mercado se os investidores estiverem menos informados que os gestores. Se a empresa quer financiar um novo investimento através da emissão de novas acções, essa emissão pode prejudicar a valorização da empresa, pelo facto de ser interpretada como uma forma de captar novos investidores para partilhar prejuízos futuros, uma vez que se as estimativas fossem optimistas a empresa não recorreria à emissão de acções, para evitar a diluição dos lucros (Myers e Majluf, 1984; McMahon *et al.*, 1993).

2.5 - TEORIA DA AGÊNCIA

A investigação em Finanças sugere que os conflitos entre, por um lado, os gestores e os accionistas e, por outro lado, entre accionistas e credores desempenham um papel importante nas decisões financeiras (Harris e Raviv, 1991). Os investigadores na área financeira têm-se debruçado sobre três tipos de problemas de agência:

- Transferência de risco: este problema de agência refere-se ao incentivo dos accionistas na maximização da sua riqueza pela expropriação dos credores. Os gestores tendem a realizar investimentos que maximizam o valor para os accionistas e não o valor total da empresa. Nesta situação, os investigadores defendem que os gestores de empresas altamente endividadas estão incentivados para o investimento em projectos de alto risco. Estas empresas tendem a suportar maiores custos para obterem capital alheio.

- Problema do sub investimento: é um problema de agência em que os gestores tendem a rejeitar projectos com Valor Actualizado Líquido positivo, cujo incremento se traduz num aumento do capital alheio, mas numa

diminuição do capital próprio (Myers, 1977; Mackie-Mason, 1987). Segundo Brealey e Myers (2003) as empresas na fase de maturidade com boa reputação no mercado, tendem a escolher projectos de fraco risco e financiam-se pelo recurso a capital alheio, dado que este representa custos baixos. Pelo contrário, as empresas jovens e portanto desconhecidas do mercado e que se deparam com várias oportunidades de crescimento devem escolher projectos de maior risco e portanto, devem financiar-se com capital próprio.

- Hipótese dos free cash flows: representa cash flows que podem ser aplicados em investimentos escolhidos pelos gestores com o intuito de obter poder e imagem dentro da empresa, mas não concorrendo para a maximização do valor de mercado. Como resultado, espera-se que o aumento do nível do capital alheio (com reembolsos e encargos financeiros) minimize os custos de agência resultantes dos free cash flows, reduzindo o montante disponível aos gestores (Harris e Raviv, 1990; Stulz, 1990).

2.6 - EFEITO DOS DETERMINANTES DO ENDIVIDAMENTO

Com base na revisão das teorias sobre as decisões da estrutura financeira, pode-se constatar que os determinantes que delas derivam podem ter um efeito positivo ou negativo no nível de endividamento, segundo o referencial teórico considerado. Assim, os determinantes da estrutura financeira considerados no presente estudo e os seus efeitos esperados sobre o nível de endividamento apresentam-se no Quadro 1.

Quadro 1 – Determinantes do endividamento em conformidade com as teorias da estrutura financeira

DETERMINANTES	EFEITO POSITIVO	EFEITO NEGATIVO
Sector de actividade	– Activos que representam garantia intrínseca	– Risco de negócio elevado
Rendibilidade das Vendas e Rendibilidade do Investimento	– Requisitos de liquidez – Menor probabilidade de falência e maior possibilidade de auferir de benefícios fiscais; – Teoria do <i>trade-off</i> estático	– Selecção adversa: as empresas preferem o autofinanciamento; – Teoria das Preferências Hierárquicas
Estrutura do activo	– Necessidades financeiras – Menores custos de agência suportados pelo endividamento	– Assimetria de informação – Teoria dos sinais
Dimensão das empresas	– Menor assimetria de informação – Teoria dos sinais	– Custos de falência e dificuldades financeiras – Teoria da agência
Crescimento do volume de negócios	– Menores custos de acesso a financiamento – Efeito positivo na capacidade creditícia	– Sinónimo de incerteza – Seguimento da Teoria das Preferências Hierárquicas (maior capacidade de autofinanciamento)

3 - METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

3.1- DEFINIÇÃO E CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA DE INVESTIGAÇÃO

A presente investigação tem por objectivo estudar alguns dos determinantes do endividamento, tendo-se considerado o endividamento global, o endividamento de curto prazo, bem como o endividamento de médio e longo prazo. Utilizou-se como amostra de investigação as “500 melhores e maiores” empresas portuguesas assim classificadas pela Revista “Exame” (2002). De acordo com esta publicação, as empresas seleccionadas para formação das 500 melhores maiores empresas Portugueses devem ter um volume de negócios superior a 27,623 milhões de euros em 2002. As variáveis utilizadas para caracterizar a amostra final foram as seguintes: sector de actividade, número de trabalhadores, volume de negócios e valor do activo. A inexistência de algumas variáveis para a totalidade das empresas da amostra levou que das 500 observações iniciais, só se tenham obtido 447 observações válidas.

No que respeita ao sector de actividade as empresas foram agrupadas em quatro grandes sectores: agricultura, indústria, construção e serviços. Da análise da amostra final verifica-se que a maioria das empresas pertence ao sector dos serviços, com 54,2% das empresas da amostra final. Cerca de 31% das empresas pertencem ao sector da indústria, aproximadamente 11% ao sector da construção e por último, em menor percentagem (2,8%), são empresas agrícolas.

Relativamente às variáveis volume de negócios, número de trabalhadores foram definidos vários escalões. Com base no critério da União Europeia na sua recomendação de 96/280 da Comunidade Europeia, tendo apenas em consideração dados relativos ao ano de 2002, verificou-se que a maioria das empresas da amostra de investigação (72,6%) apresentava em 2002, um volume de negócios superior a 40 milhões de Euros. No que diz respeito à variável número de trabalhadores, pode-se referir que cerca de 8,6% das empresas tinham em 2002 menos de 50 trabalhadores, 40,2% tinham entre 50 a 249 trabalhadores, inclusive, enquanto que 51% das empresas da amostra final tinham, ao serviço, um número de trabalhadores igual ou superior a 250.

Dado que o critério usado pela Revista Exame para a selecção das 500 maiores e melhores empresas se baseou no volume de negócios, este foi considerado na presente investigação para definir a dimensão das empresas que formam a base de dados. O nível médio de endividamento segundo o volume de negócios das empresas encontra-se no quadro seguinte.

Quadro 2 – Nível médio de endividamento segundo o volume de negócios das empresas

Volume de negócios (em €)	Nº de empresas	Endividamento global	Endividamento de médio e longo prazo	Endividamento de curto prazo
$X > 40\,000\,000\ €$	363	160 914 (a)	91 126	69 788
$7\,000\,000\ € < X \leq 40\,000\,000\ €$	137	41 174	26 000	15 174
Total	499	128 040	73 246	54 794

(a) Valor médio em milhares de euros

Os resultados do Quadro 2 evidenciam que as empresas com maior volume de negócios apresentam em termos médios maiores níveis de endividamentos global, de médio e longo prazo e de curto prazo. Relativamente aos níveis de endividamento segundo o número de trabalhadores, verifica-se que as empresas com menos de 9 trabalhadores ou com mais de 250 trabalhadores estão mais endividadas (Quadro 3).

Quadro 3 – Nível médio de endividamento das empresas segundo o n.º de trabalhadores

Nº de trabalhadores	Nº de empresas	Endividamento global	Endividamento de médio e longo prazo	Endividamento de curto prazo
X < 10	9	170 500	142 568	27 932
10 ≤ X < 50	34	58 059	26 555	31 504
50 ≤ X ≤ 249	206	45 034	24 470	20 564
X ≥ 250	250	204 425	119 838	84 587
Total	499	128 040	73 246	54 794

(a) Valor médio em milhares de euros

Em conformidade com o Quadro 3, as empresas com maiores níveis de endividamento global e de médio e longo prazo são as micro-empresas (com menos de 10 trabalhadores) e as empresas de grande dimensão (com mais de 250 trabalhadores). Este resultado contrasta com a investigação sobre a estrutura financeira das pequenas e médias empresas (PME), segundo a qual estas empresas apresentam menor nível de endividamento de médio e longo prazo do que as empresas de grande dimensão, devido a maiores custos resultantes dos problemas de assimetria de informação, assim como maiores dificuldades no acesso a capital alheio de médio e longo prazo.

3.2 - DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS E DO MODELO UTILIZADO

No estudo dos determinantes do endividamento analisaram-se as variáveis consideradas relevantes, conforme o enquadramento teórico exposto inicialmente. Os resultados serão interpretados de acordo com as teorias apresentadas, bem como pela confrontação com os resultados de estudos anteriores. Em conformidade com os estudos realizados, o endividamento das empresas portuguesas, sobretudo das PME, é essencialmente de curto prazo (IAPMEI, 1996; Gama, 1999). Assim sendo, considerando a variável dimensão empresarial pretende-se apurar se as empresas apresentam diferenças entre si relativamente aos níveis de endividamento de médio e longo prazo, bem como ao de endividamento de curto prazo.

O endividamento global foi medido pelo rácio Passivo Total/Activo Líquido, o endividamento de curto prazo foi avaliado através do rácio Passivo de Curto Prazo/Activo Total e o endividamento de médio e longo prazo foi medido através do rácio Passivo de Médio e Longo Prazo/Activo Total.

Com base na revisão bibliográfica, definiram-se algumas das variáveis consideradas *à priori* como possíveis variáveis explicativas do endividamento. Vários estudos teóricos e empíricos (Rajan e Zingales, 1995; Bevan e Danbolt, 2000; Munyo, 2003; Coelho *et al.*, 2004) concluem que, entre outros factores, a dimensão da empresa, o sector de actividade, a estrutura do activo, assim como o nível de rendibilidade parecem influenciar o nível de endividamento das empresas. Assim, na presente investigação como determinantes do endividamento consideraram-se as seguintes variáveis: sector de actividade, rendibilidade das vendas, rendibilidade do investimento, estrutura do activo, dimensão das empresas e crescimento do volume de negócios.

Os estudos sobre os determinantes do endividamento têm considerado como possíveis *proxies* da dimensão da empresa: o número de trabalhadores, o logaritmo do activo, o logaritmo do volume de negócios. Actualmente muitas empresas, nomeadamente do sector das telecomunicações, empregam um fraco número de trabalhadores, mas têm um grande volume de negócios. Assim sendo, no presente estudo optou-se por não considerar o número

de trabalhadores como *proxy* da dimensão da empresa. Em sequência dos estudos de Bevan e Danbolt (2000) e Devic e Krstic (2001), Benito (2003), Coelho *et al.* (2004) optou-se por considerar, o logaritmo do volume de negócios em detrimento do logaritmo do activo, como *proxy* da dimensão empresarial tendo em conta que quanto maior for o volume de negócios de uma empresa maior será a capacidade de controlar uma parcela mais significativa do mercado, parecendo ser esta uma medida mais adequada para determinar a dimensão de uma empresa. Além disso, as empresas foram escolhidas com base no volume de negócios pela Revista Exame para fazerem parte das 500 maiores e melhores empresas.

Os dados disponíveis não permitiram fazer a distinção entre o Activo Tangível e o Activo Intangível, tendo-se utilizado o rácio Activo Fixo/Activo Total, para aferir a capacidade das empresas na concessão de garantias aos credores e estudar o seu relacionamento com o nível de endividamento da empresa.

Para avaliar o relacionamento entre a rendibilidade e o nível de endividamento das empresas, considerou-se o rácio Resultados Operacionais/Activo Líquido e ainda, o rácio Resultados Operacionais/Vendas Líquidas. Em substituição dos Resultados Líquidos utilizaram-se os Resultados Operacionais, porque estes últimos não são influenciados pelo pagamento de juros associados ao endividamento da empresa.

A variável sector de actividade também foi considerada como um dos determinantes do endividamento das empresas. Os estudos que relacionam o sector de actividade e a estrutura de capital basearam-se no pressuposto que a inclusão num dado sector de actividade é uma aproximação do risco de negócio da empresa. Assim, para que a influência do sector de actividade seja relevante, deve-se considerar o risco de negócio como determinante da estrutura financeira das empresas (Munyo, 2003). Foram utilizadas variáveis binárias para definir a variável sector, tal como no estudo de Calvo *et al.* (2004).

Por último, utilizou-se a variável crescimento do volume de negócios, tendo em conta que o crescimento do volume de negócios é sinónimo de maior capacidade creditícia, e portanto, menores dificuldades no acesso ao crédito. O crescimento do volume de negócios mediu-se com base na comparação do volume de negócios de 2002 em relação ao obtido no ano 2000.

Na presente investigação utilizou-se o modelo de regressão linear múltipla à semelhança de outros estudos (Titman, 1983; Bradley e tal., 1984; Rajan e Zingales, 1995) realizados sobre os determinantes da estrutura financeira. As variáveis dependentes utilizadas são as seguintes: endividamento total (endiv), de curto prazo (endivcp) e de médio e longo prazo (endivmlp). As variáveis explicativas do endividamento apresentam-se no quadro seguinte.

Quadro 4 -Variáveis explicativas do endividamento

Determinantes do endividamento	Proxies	Definição das Variáveis
Sector de Actividade	Sector de Actividade	Sector
Rendibilidade das vendas	Res. Operacionais/Vendas	Resop/Vend
Rendibilidade do Investimento	Res. Operacionais/Act. Líquido	Resop/Actliq
Estrutura do Activo	Activo Fixo/Activo Líquido	Actfix/Actliq
Dimensão das Empresas	Log Volume de Negócios	LogVL
Crescimento do volume de negócios	Tx. Cresc. do volume de negócios em três anos	CrVend

Os dados de investigação respeitam ao ano de 2002 e foram submetidos a uma análise de regressão linear múltipla *cross-section*. Apresenta-se uma análise meramente descritiva sobre as variáveis utilizadas. De seguida apresenta-se o modelo de regressão linear estimado, que assume a seguinte forma:

$E_i = f(X_{ij}, \varepsilon_i)$, onde E_i corresponde à variável endividamento que se pretende analisar. O índice i representa cada uma das observações das empresas respeitantes a cada uma das *proxies* explicativas do nível de endividamento. As variáveis X_j correspondem à j ésima *proxy* da característica que supostamente influencia a variável dependente. O valor de ε_i é a variável residual respeitante a cada uma das equações do endividamento. Ao longo das estimações, seleccionaram-se as variáveis explicativas, tentando evitar a endogeneização.

A equação a estimar para cada um dos endividamentos pode ser dada por: $E_i = a + \sum_j b_j x X_{ij} + \varepsilon_i$. A

estimativa de cada uma das equações do endividamento é efectuada pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários. O problema da heterocedasticidade está presente nas análises de regressão *cross-section*. Perante a existência de heterocedasticidade de forma desconhecida, para estimação correcta dos coeficientes do modelo, derivou-se a matriz das variâncias e covariâncias, conforme o ajustamento de consistência proposto por White (1980).

4. – ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1- ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS

Numa primeira análise (Quadro 5), pode-se concluir que o endividamento de curto prazo é mais significativo do que o endividamento de médio e longo prazo, já que a média do rácio do primeiro tipo de endividamento é sensivelmente o dobro do segundo. No entanto, o desvio padrão dos dois tipos de endividamento é semelhante. Este resultado parece indicar que as empresas utilizam o endividamento em proporções não muito distintas (tanto de curto como de médio e longo prazo).

Quadro 5 - Análise descritiva das variáveis do modelo explicativo do endividamento

	Endiv	Endivcp	Endivml	Resop/Vend	Resop/Actli	Actfix/Actli	LogVL	CrVend
	p			q		q		
Média	0.65149	0.43013	0.22136	0.022256	0.035128	0.387707	22.7400	12.6911
Mediana	0.67191	0.41224	0.16486	0.001579	0.001940	0.360039	22.48787	8.550000
Máximo	1.90153	0.96309	1.54897	0.323811	0.508435	0.968385	26.97815	255.1800
Mínimo	0.03083	0.01170	0.00433	-0.229486	-0.129061	0.005946	21.73933	-25.9300
D. Padr.	0.20691	0.20719	0.20421	0.054502	0.075624	0.245417	0.876642	21.28219
Nº. Obser.	447	447	447	447	447	447	447	447

Verifica-se um forte peso do Activo Fixo no Activo Líquido, em termos do valor médio do rácio assumido pelas maiores e melhores empresas portuguesas. Pode-se ainda concluir, pela análise descritiva que as empresas

apresentam diferenças significativas entre si relativamente à variável crescimento do volume de negócios, pois o desvio padrão e a amplitude desta variável apresentam valores bastante significativos (Quadro 5).

4.2 - ANÁLISE DA REGRESSÃO MULTIVARIADA

Para uma primeira aproximação ao estudo da influência dos determinantes sobre o endividamento, apresenta-se de seguida (Quadro 6) a matriz de correlações das variáveis utilizadas no modelo de regressão linear.

Quadro 6 - Correlações das variáveis do modelo explicativo do endividamento

	Endiv	Endivcp	Endivmlp	Sector	Resop/Vend	Resop/Actliq	Actfix/Actliq	LogVL	CrVend
Endiv	1.0000	0.5136	0.4921	0.3309	-0.3492	-0.3224	0.0920	0.1270	0.1279
Endivcp	0.5136	1.0000	-0.4941	0.2604	-0.2194	-0.1424	-0.4217	0.1147	0.0477
Endivmlp	0.4921	-0.4941	1.0000	0.0710	-0.1312	-0.1821	0.5212	0.0123	0.0811
Sector	0.3309	0.2604	0.0710	1.0000	-0.0239	-0.0033	-0.0602	0.1742	0.0522
Resop/Vend	-0.3492	-0.2194	-0.1312	-0.0239	1.0000	0.7662	-0.1046	-0.0633	0.1291
Resop/Actliq	-0.3224	-0.1424	-0.1821	-0.0033	0.7662	1.0000	-0.2220	-0.0825	0.1023
Actfix/Actliq	0.0920	-0.4217	0.5212	-0.0602	-0.1046	-0.2220	1.0000	0.1411	0.0677
LogVL	0.1270	0.1147	0.0123	0.1742	-0.0633	-0.0825	0.1411	1.0000	0.0220
CrVend	0.1279	0.0477	0.0811	0.0522	0.1291	0.1023	0.0677	0.0220	1.0000

Os resultados do Quadro 6 mostram a existência de uma correlação negativa entre os endividamentos global, médio e longo prazo e curto prazo e a rentabilidade das empresas (avaliada segundo a rentabilidade das vendas e do investimento). Além disso, verifica-se uma relação positiva entre o endividamento de médio e longo prazo e o peso do Activo Fixo no Activo líquido total, sugerindo uma estratégia conservadora de financiamento das empresas, assim classificada por Brigham (1992).

Os resultados da análise de regressão linear múltipla respeitante aos endividamentos global, de curto e de médio e longo prazo apresentam-se no Quadro 7.

Quadro 7 - Estimativa dos determinantes dos endividamentos global, curto prazo e médio e longo prazos

Estimativa dos determinantes dos endividamentos global					
<i>Variável dependente: Endividamento global</i>					
<i>Varável</i>	<i>Sinal Esperado</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>D. padrão</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
C		0.245908	0.210601	1.167651	0.2436
Sector	+	0.066718	0.009581	6.963238	0.0000
Resop/Vend	+/-	-0.973977	0.263283	-3.699352	0.0002
Resop/Actliq	+/-	-0.352286	0.218524	-1.612119	0.1077
Actfix/Actliq	+	0.033566	0.045230	0.742101	0.4584
LogVL	+	0.008668	0.009704	0.893320	0.3722
CrVend	+	0.001501	0.000463	3.240608	0.0013
R-squared=0.262554; Adjusted R-squared = 0.252498 F-statistic=26.10895; Prob(F-statistic)= 0.0000					
Estimativa dos determinantes do endividamento a curto prazo					
<i>Variável dependente: Endividamento de curto prazo</i>					

FINANCE MANAGEMENT CHALLENGES

<i>Variável</i>	<i>Sinal Esperado</i>	<i>D. padrão</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
C		-0.204220	0.241422	-0.845902	0.3981
Sector	+	0.042741	0.008452	5.057131	0.0000
Resop/Vend	+/-	-0.735735	0.219298	-3.354956	0.0009
Resop/Actliq	+/-	-0.272626	0.174858	-1.559130	0.1197
Actfix/Actliq	+	-0.402349	0.038262	-10.51560	0.0000
LogVL	+	0.029414	0.010603	2.774083	0.0058
CrVend	+	0.000993	0.000372	2.673369	0.0078
R-squared=0.328835; Adjusted R-squared=0.319683 F-statistic=35.92944; Prob(F-statistic)= 0.000000					
Estimativa dos determinantes do endividamento a longo prazo					
<i>Variável dependente: Endividamento de médio e longo prazo</i>					
<i>Variável</i>	<i>Sinal Esperado</i>	<i>D. padrão</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
C		0.450139	0.229949	1.957566	0.0509
Sector	+	0.023980	0.008703	2.755351	0.0061
Resop/Vend	+/-	-0.238244	0.232371	-1.025274	0.3058
Resop/Actliq	+/-	-0.079671	0.154084	-0.517064	0.6054
ActFix/Actliq	+	0.435909	0.047814	9.116819	0.0000
LogVL	+	-0.020746	0.010213	-2.031380	0.0428
CrVend	+	0.000508	0.000394	1.290162	0.1977
R-squared=0.298039; Adjusted R-squared=0.288467 F-statistic=31.13594; Prob(F-statistic)= 0.000000					

Os coeficientes de determinação são estatisticamente significativos para as três regressões lineares efectuadas (Quadro 7). Analisando a probabilidade da estatística F, que mede a significância conjunta de uma regressão, para o endividamento global, de curto prazo e de médio e longo prazo, rejeita-se a hipótese nula de que a totalidade dos parâmetros estimados é igual a zero, pelo que se considera a hipótese alternativa de que as variáveis independentes explicam as variáveis dependentes.

Os parâmetros estimados relativos à influência da *proxy* do sector de actividade sobre os endividamentos de curto, e médio e longo prazo, são estatisticamente significativos, pelo que se pode concluir que o sector de actividade influencia o nível de endividamento (Quadro 7). A empresas pertencentes aos sectores da construção e dos serviços recorrem mais ao endividamento do que, por exemplo, as empresas pertencentes aos sectores da agricultura e industria.

Pela análise dos coeficientes de correlação e dos parâmetros estimados pode-se concluir que a variável sector de actividade tem um maior impacto sobre o endividamento de curto prazo do que sobre o endividamento de médio e longo prazo. Estes resultados podem estar relacionados com o facto do sector de actividade em que a empresa se insere influenciar as necessidades de liquidez desta que recorre a endividamento de curto prazo para lhes fazer face.

Os parâmetros estimados que medem o efeito da *proxy* da rentabilidade das vendas sobre os endividamentos de curto e médio e longo prazo são estatisticamente significativos. A análise dos coeficientes de correlação e dos parâmetros estimados permitem concluir que existe uma relação negativa, e estatisticamente significativa entre a rentabilidade das vendas das empresas e o seu nível de endividamento (Quadro 7).

A relação negativa entre a rentabilidade das vendas e o nível de endividamento é mais significativa no caso do endividamento de curto prazo (Quadro 7) do que em relação ao endividamento de médio e longo prazo (Quadro 7), já que, por um lado, o parâmetro estimado relativo ao endividamento de curto prazo é maior do que o parâmetro estimado respeitante à relação de médio e longo prazo. Por outro lado, o coeficiente de correlação

respeitante à relação entre a *proxy* que mede a rendibilidade das vendas e o endividamento de curto prazo é mais significativo do que o coeficiente de correlação entre a *proxy* e o endividamento de médio e longo prazo.

Os resultados obtidos permitem concluir que um maior nível de rendibilidade medida pelo rácio Resultados Operacionais/Vendas Líquidas se traduz num menor nível de endividamento, isto porque as empresas podem recorrer mais a financiamento com capitais próprios, em detrimento da utilização de capitais alheios. Estes resultados parecem estar de acordo com a teoria das preferências hierárquicas, pois as empresas preferem os fundos internos (auto-financiamento) aos fundos externos. Contudo contrapõem-se ao princípio da teoria do *trade-off* estático, já que a menor possibilidade de falência e a maior capacidade de usufruir dos benefícios fiscais associados ao maior nível de rendibilidade das vendas não se traduzem num maior nível de endividamento. Resultados semelhantes são obtidos por Bentancor (1999) e Munyo (2003), ambos os trabalhos respeitantes ao Uruguay, e por Rajan e Zingales (1995) para países desenvolvidos, com excepção da Alemanha e da França, e para países pouco desenvolvidos num trabalho elaborado por Booth *et al.* (2001). Considerando que o aumento da rendibilidade das vendas se traduz numa maior diminuição do endividamento de curto prazo em comparação com o endividamento de médio e longo prazo, conclui-se que as empresas à medida que melhoram a rendibilidade das vendas reduzem numa maior proporção o endividamento de curto prazo do que o endividamento de médio e longo prazo.

A relação entre a *proxy* que mede a rendibilidade do investimento revelou-se estatisticamente pouco significativa sobre o endividamento de curto e médio e longo prazo, já que os parâmetros estimados são estatisticamente pouco significativos (Quadro 7). Ainda assim, o parâmetro que mede o efeito da rendibilidade do investimento sobre o endividamento global (Quadro 7) é estatisticamente mais significativo do que o parâmetro que mede o efeito da rendibilidade do investimento sobre o endividamento de médio e longo prazo (Quadro 7).

Analisando os coeficientes de correlação e o sinal dos parâmetros estimados, a relação entre a *proxy* da rendibilidade do investimento e os níveis de endividamento de curto prazo é bem mais significativa do que a relação entre a *proxy* que mede a rendibilidade do investimento e o endividamento de médio e longo prazo (Quadro 7).

A relação estatisticamente pouco significativa entre a rendibilidade do investimento e o endividamento global não corrobora com a relação estatisticamente significativa obtida no estudo de Munyo (2003) que avaliando a rendibilidade também segundo o rácio Resultados Operacionais/Activo Líquido apura uma relação negativa entre a rendibilidade e o nível de endividamento. Embora os parâmetros estimados e os coeficientes de correlação sejam negativos, e no caso do endividamento de curto prazo o parâmetro não seja completamente insignificante do ponto de vista estatístico, os resultados da presente investigação não permitem corroborar a relação negativa entre a rendibilidade do investimento e o endividamento, contrariamente aos resultados de Bevan e Danbolt (2000) e Benito (2003). Os resultados do presente estudo estão de acordo com os obtidos por Rajan e Zingales (1995) para os casos da Alemanha e da França. Sob o ponto de vista da significância estatística não se confirma nem a teoria do *trade-off* estático, nem a teoria das preferências hierárquicas. Contudo, ao ignorar-se o grau de significância estatística e atendendo apenas à relação negativa entre o nível de endividamento e a rendibilidade do investimento, pode-se concluir que tal está de acordo com os princípios da teoria das preferências hierárquicas.

O impacto da *proxy* que mede a estrutura do activo sobre o endividamento global não é estatisticamente significativo (Quadro 7). No entanto, os impactos da *proxy* que mede a estrutura do activo sobre os endividamentos de curto e longo prazo são estatisticamente significativos (Quadro 7). O facto do impacto da

estrutura do activo sobre o endividamento global não ser estatisticamente significativo pode estar relacionado com os sinais diferentes do impacto sobre os endividamentos de curto e de médio e longo prazo.

Constata-se, pela análise dos coeficientes de correlação e dos parâmetros estimados, que o impacto da *proxy* que mede a estrutura do activo sobre o endividamento de curto prazo é negativo (Quadro 7), enquanto que o impacto sobre o endividamento de médio e longo prazo é positivo (Quadro 7). Estes resultados sugerem que a valorização do capital fixo pode ter como consequência uma diminuição do endividamento de curto prazo, mas um aumento do endividamento de médio e longo prazo. Tal sugere que, por um lado, as empresas com um forte peso do Activo Fixo no Activo Total, estão sujeitas a menores custos de agência associados ao endividamento. Por outro lado, as maiores e melhores empresas portuguesas parecem seguir uma estratégia conservadora de financiamento, na medida que parecem preferir o endividamento de médio e longo prazo em relação ao de curto prazo para financiarem o seu activo fixo.

Os resultados obtidos na presente investigação para o caso do endividamento global estão de acordo com os obtidos por Munyo (2003), contrariando os resultados obtidos por Drobotz e Fix (2003), Gaud *et al.* (2003) para o caso Suíço e Tychon (1997) para o caso Belga, que verificaram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a estrutura do activo e o nível de endividamento.

Como já foi referido anteriormente, o impacto da *proxy* que mede a estrutura do activo tem um impacto estatisticamente significativo sobre os endividamentos de curto e de médio e longo prazo. O impacto positivo da *proxy* sobre o endividamento global não é estatisticamente significativo porque os impactos sobre o endividamento de curto e médio e longo prazo têm sinais contrários. As maiores e melhores empresas portuguesas seguem uma estratégia conservadora de financiamento, dado parecerem preferir o endividamento de médio e longo prazo para financiarem o seu activo fixo à semelhança do que se verifica nos estudos de Drobotz e Fix (2003), Gaud *et al.* (2003) e Tychon (1997). O relacionamento positivo entre a estrutura do activo e o grau de endividamento a médio e longo prazo pode resultar da menor assimetria da informação e de menores custos de agência a que estão sujeitas as maiores e melhores empresas portuguesas. O endividamento de curto prazo relaciona-se negativamente com a estrutura do activo, estando em conformidade com os resultados de Booth *et al.* (2001) e Guimarães e Castro (2003).

A *proxy* que mede o efeito da dimensão das empresas sobre o endividamento global não é estatisticamente significativa. Embora o parâmetro não seja estatisticamente significativo, verifica-se, pela análise do coeficiente de correlação e pelo sinal do parâmetro, que existe uma relação positiva entre a dimensão das empresas e o nível de endividamento global (Quadro 7). Este relacionamento está de acordo com a teoria da assimetria da informação e com a teoria dos sinais. Por um lado, as empresas de maior dimensão estão expostas um menor grau de assimetria de informação e por outro lado, têm maior capacidade de emitirem sinais para o mercado, podendo justificar o maior nível endividamento das maiores e melhores empresas portuguesas.

Tal como na análise do impacto da estrutura do activo sobre o endividamento, o impacto da dimensão das empresas sobre o endividamento de curto prazo é de sinal contrário ao impacto da dimensão das empresas sobre o endividamento de médio e longo prazo (Quadro 7). Os impactos de sinal contrário sobre os endividamentos de curto e médio e longo prazo poderão ter implicações na insignificância estatística do impacto da dimensão das empresas sobre o endividamento global. Este resultado acerca da insignificância estatística da dimensão sobre o endividamento é corroborado no estudo de Coelho *et al.* (2004) para as empresas portuguesas.

O impacto da dimensão das empresas sobre o endividamento de curto prazo é positivo, assim à medida que aumenta a dimensão das empresas, maior é o endividamento de curto prazo. Este resultado está de acordo com os obtidos por Rajan e Zingales (1995) para os Estados Unidos, Japão, França, Itália, Reino Unido e Canadá, e ainda no estudo de Guimarães e Castro (2003) num trabalho sobre as PME brasileiras.

Contrariamente, o impacto da dimensão das empresas sobre o endividamento de médio e longo prazo é negativo, confirmando os resultados Rajan e Zingales (1995) para o caso Alemão, em que se verifica uma relação negativa entre a dimensão e o nível de endividamento das empresas. Idênticos resultados foram obtidos por Gupta (1969) para empresas dos Estados Unidos da América.

Em conformidade com os resultados obtidos, a variável dimensão parece influenciar de uma forma positiva e significativa o nível de endividamento de curto prazo das empresas. Este resultado parece estar em conformidade com a teoria do *trade-off* estático, segundo a qual as empresas têm vantagens no recurso ao endividamento para usufruírem dos benefícios fiscais. Além disso, Titman e Wessels (1988) defendem que as pequenas empresas enfrentam uma maior probabilidade de falência por serem menos diversificadas do que as empresas de grande dimensão. Os trabalhos de Warner (1977) e Ang *et al.* (1982) argumentam que as pequenas empresas suportam proporcionalmente maiores custos de falência do que as empresas de grande dimensão, pelo que é compreensível o relacionamento positivo entre a variável dimensão e o nível de endividamento de curto prazo das empresas identificado no presente estudo.

Vários estudos empíricos (Graham e Harvey, 2001; Fama e French, 2002, Frank e Goyal, 2003) mostram que existe uma relação negativa entre a dimensão e o nível de endividamento. No presente estudo, a dimensão das empresas influencia negativamente o seu nível de endividamento de médio e longo prazo, mas influenciando positivamente o endividamento de curto prazo, o que pode ser consequência de necessidades de liquidez das empresas.

A *proxy* que mede o crescimento do volume de negócios das empresas influencia positivamente o nível de endividamento, já que os coeficientes de correlação e os parâmetros estimados acerca da sua influência sobre os vários níveis de endividamento são positivos (Quadro 7). No entanto, o impacto do crescimento do volume de negócios sobre o endividamento das empresas a médio e longo prazo não pode ser considerado relevante, já que o parâmetro estimado não se revelou estatisticamente significativo (Quadro 7).

O impacto da *proxy* que mede o crescimento do volume de negócios sobre o endividamento de curto prazo (Quadro 7) é mais significativo do que o impacto sobre o endividamento de longo prazo (Quadro 7). Assim sendo, o maior crescimento do volume de negócios para as empresas portuguesas está relacionado com um maior nível de endividamento, sobretudo endividamento de curto prazo. Estes resultados empíricos contrariam a teoria das preferências hierárquicas, dado que a maior possibilidade de incrementar os fundos internos não impede o incremento do endividamento. Os resultados obtidos, para os casos do endividamento global e de curto prazo, são distintos dos obtidos por Munyo (2003).

5- CONCLUSÕES

O presente estudo permite concluir que o sector de actividade é uma variável explicativa do endividamento de curto e de médio e longo prazo. As empresas pertencentes aos sectores da construção e dos serviços recorrem mais ao endividamento do que empresas pertencentes aos sectores agrícola e industrial. Como existe uma

correlação positiva entre variável sector de actividade e a *proxy* que mede a dimensão das empresas, pode-se concluir que as empresas de maior dimensão são aquelas que recorrem mais ao endividamento. O impacto positivo da dimensão das empresas sobre o nível de endividamento é acompanhado no mesmo sentido pela significância da relação estatística do impacto do logaritmo do volume de negócios e do crescimento do volume de negócios sobre o nível de endividamento de curto prazo. A influência positiva destas variáveis sobre o endividamento de curto prazo parece indicar que empresas de maior dimensão e com melhores perspectivas em termos do volume de negócios futuro recorrem mais ao endividamento. No entanto, estas conclusões só se verificam no que respeita ao endividamento de curto prazo.

No que respeita à influência da estrutura do activo sobre o nível de endividamento, a evidência empírica do presente estudo mostra que o seu efeito sobre os endividamentos de curto e longo prazo é distinto. Uma maior valorização do activo fixo pode ter como consequência uma diminuição do endividamento de curto prazo e um aumento do endividamento de longo prazo. Este resultado parece indicar que as empresas portuguesas optam pelo endividamento de longo prazo, em detrimento do endividamento de curto prazo, se existir uma elevada valorização dos seus activos fixos, ou seja, a valorização dos activos fixos das empresas portuguesas tem como consequência uma substituição do endividamento de curto prazo por endividamento de médio e longo prazo.

O efeito das *proxies* das rendibilidades das vendas e do investimento parecem confirmar a teoria das preferências hierárquicas, contrariando a teoria do *trade-off* estático, já que ambas as *proxies* influenciam negativamente os níveis de endividamento, o que sugere que quantos mais rentáveis são as empresas, menos recorrem ao endividamento, preferindo o financiamento com fundos internos em detrimento dos fundos externos. Esta influência negativa das rendibilidades das vendas e do investimento é muito mais significativa sobre o endividamento de curto prazo do que sobre o endividamento de médio e longo prazo.

Uma das limitações da presente investigação refere-se ao período de análise se ter limitado a um ano, para estudar os determinantes do endividamento das empresas. Além disso, as *proxies* utilizadas, nomeadamente o logaritmo das vendas podem não ser as mais apropriadas para medir as variáveis do estudo. Assim, em futuras investigações propõe-se estender a vários anos o período de análise dos determinantes do endividamento, bem como em procurar *proxies* que melhor se ajustem às variáveis de investigação.

REFERÊNCIAS

- Ang, J., Chua, J. e McConnell, J. (1982), « The administrative costs of corporate bankruptcy : a note », *Journal of Finance*, Vol. 37, pp. 219-226.
- Baskin, J. (1989), “An empirical investigation of the pecking order hypothesis”, *Financial Management*, Vol. 18, Nº. 1, pp. 26-35.
- Benito, A. (2003), “The capital structure decisions of firms: Is there a pecking Order?”, Documento de Trabajo nº 310, Banco de España, Madrid.
- Bentancor, A. (1999), “Determinantes de la estructura financiera de las empresas en Uruguay”. Universidad de la República, Facultad de Ciencias Economicas y de Administración, Trabajo Monografico.
- Bevan, A.A. e Danbolt, J. (2000), “Capital structure and its determinants in the UK – A decompositional Analysis”, Working Paper 2000/2, Department of Accounting and Finance, University of Glasgow, Working Papers Series, ISBN 0852616325.
- Booth, L., Aivazia, V., Demirguc-Kunt, A. e Maksimovic, V. (2001), “Capital structures in developing countries”, *The Journal of Finance*, Vol. 56, Nº 1, pp. 87-129.
- Bradley, M., Jarrell, G.A. e Kim, E.H. (1984), “On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence” *The Journal of Finance*, Vol. 39, Nº. 3, Pp. 857-880.
- Brealey, Richard A. e Myers, Stewart C. (2003), *Principles of Corporate Finance*, International Edition, 7th Edition, McGraw-hill, New York.
- Brealey, Richard A. e MYERS, STEWART C. (1998), *Principios de Finanças Empresariais*, McGraw-Hill, Quinta edição, Portugal.
- Brigham, Eugene F. (1992), *Fundamentals of Financial Management*, Dryden Press, Sixth edition, E.U.A.
- Brigham, E. Gapenski, L. e Daves, P. (1999), *Intermediate Financial Management*, 6th Edition, Dryden Press, Orlando, Florida.

CITIES IN COMPETITION

- Calvo, J.C., Osés, J.E.R. e Ramírez, M.A.A. (2004), Variables detrmiantes de la rentabilidad de las empresas. Análisi empírico. COnference Proceedings, XVIII Congreso Anual y XIV Congreso Hispano-Francés de AEDEM, Ourense, Espanha.
- Coelho, L., Pereira, J.A., Rebelo, E. (2004), “Capital structure determinants: the case of Euronext market countries”, Portuguese Finance Network, www.pfn2004.org/papers/pp124.pdf
- Damodaran, A. (2002), *Corporate Finance – Theory and Practice*, 2nd Edition, John Wiley & Sons, New York.
- Devic, A. e Krstic, B. (2001), “Comparatible analysis of the capital structure determinants in Polish and Hungarian enterprises - empirical study”, *Facta Universitatis, Series Economics and Organization*, Vol. 1, No. 9, pp. 85-100.
- Dobretz, W.e Fix, R. (2003), “What are the determinants of capital structure? Some evidence of Switzerland”, Univrsity of Basel, Department of Finance, Working Paper N°. 4/03.
- Durand, D. (1959), “*The cost of capital in an imperfect market: a reply to Modigliani and Miller*”, *American Economic Review*, Vol. 49, N°. 4, pp. 646-655.
- Gama, A.P.B.M (1999), “Os determinantes da estrutura de capital das PME’s industriais portuguesas”, Dissertação de Mestrado em Gestão, Universidade da Beira Interior, Departamento de Gestão e Economia, Covilhã, Portugal.
- Fama, E. E French, K. (2002), “Testing trade-off and pecking order predictions about dividend and debt”, *Review of Financial Studies*, Vol. 15, pp. 1-33.
- Frank, M. e Goyal, V. (2003), “Testing the pecking order theory of capital structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 67, pp. 217-248.
- Graham, J. e Harvey, C. 82001), “The theory and practice of corporate finance: evidence from the field”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, pp. 131-162.
- Guimarães, E. e Castro, C. (2003), “Determinants of the firm’s capital structure: the case of the very small enterprises”, *Brasil Fiscal Tax Secretariat*.
- Gupta, M. (1969), “The effect of size, growth and industry on the financial structure of manufacturing companies”. *The Journal of Finance*, Vol. 24, N° 3, pp.517-529.
- Harris, M. e Raviv, A. (1990), “Capital structure and the informational role of debt”, *Journal of Finance*, Vol. 45, pp. 321-349.
- Harris, M. e Raviv, A. (1991), “The theory of capital structure”*Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 297-355.
- Harris, M. e Raviv, A. (1990), “Capital structure and the informational role of debt”, *Journal of Finance*, Vol. 45, pp. 321-349.
- IAPMEI - Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento (1996), *As PME Industriais em Números*, (ed.) IAPMEI.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P. e Zorn, T.S. (1992), “Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, N°. 2, pp. 247-263.
- Kester, C. (1986), “Capital and ownership structure: a comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations”, *Financial Management*, Vol. 15, Spring, pp. 5-16.
- Kim, H. (1978), “A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity”, *The Journal of Finance*, Vol. 33, pp. 45-64.
- Kraus, A. e Litzenberg, R. (1973), “A state-preference model of optimal financial leverage”, *Journal of Finnacle*, Vol. 28, pp. 991-920.
- Leland, H. e Pyle, D. (1977), “Information asymmetries, financial structure and financial intermediation”, *Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 371-387.
- McMahon, Richard G.P., Holmes, Scott, Hutchinson, Patrick J. e Forsaith, M. Forsaith (1993), *Small Enterprise Financial Management – Theory and Practice*, Harcourt Brace & Company, Australia.
- Megginson, L. (1997), *Corporate Finance Theory*, Addison Wesley, Massachusetts.
- Modigliani, F. e Miller, M.H. (1958), “The cost of capital, corporation finance and theory of investment”, *American Economic Review*, Vol. 48, pp. 261-297.
- Modigliani, F. e Miller, M.H. (1963), “Corporate income taxes and the cost of capital: a correction”, *American Economic Review*, Vol. 53, pp. 433-443.
- Munyo I. (2003), “La estructura financiera de las empresas y sus determinantes: evidencia para el caso Uruguayo”, http://www.ain.gub.uy/docs/estruct_financiera.pdf.
- Myers, Stewart C. e Roubicek, Alexander A. (1965), *Optimal Financing Decisions*, (ed.) Prentice- Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, USA. Second edition.
- Myers, C. (1977), “The determinants of corporate borrowing”, *Journal of Financial Economics*, Vol.5, pp. 147-176.
- Myers, S.C. (1984), “The capital structure puzzle”, *Journal of Finance*, Vol. 39, N°. 3, pp. 575-592.
- Myers, S.C. e Majluf, N.S. (1984), “*Corporate financing and investments decisions when firms have information that investors do not have*”, *Journal of Financial Economics*, (June), pp. 187-222.
- Odgen, P., Frank, C. e O’Conno, F. (2003), *Advanced Corporate Finance*, Prentice-Hall, Upper Saddle River, New Jersey.
- Quintart, A. e Zisswiller, R. (1994), *Teoria Financeira*, (ed.) Editorial Caminho, SA, Lisboa.
- Rajan, R.G. e Zingales, L. (1995), “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”, *The Journal of Finance*, Vol. 50, N°. 5, pp. 1421-1447.
- Revista Exame (2002), 500 Maiores e Melhores.
- Ross, S. A. (1977), “The determination of financial structure: the incentive-signalling approach”, *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, pp. 23-40.

FINANCE MANAGEMENT CHALLENGES

- Sáa, Jesús (1991), "Los determinantes de las decisiones sobre fuentes de financiación de las empresas españolas", *Moneda y Credito*, N°. 193, pp. 147-175.
- Schwartz, E. (1959), "The theory of the capital structure of the firm", *Journal of Finance*, Vol.14, N°. 1, pp. 18-39.
- Scott, J. (1977), "Bankruptcy costs: some evidence", *Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 1-20.
- Solomon, E. (1963), "Endettement et coût du capital", *Journal of Finance*, Mai, em *Finances Modernes*, Tomo II, (ed.) Girault, F. e Zisswiller, R., Dunot, 1973, pp. 87-93.
- Stulz, R. (1990), "Managerial discretion an optimal financing policies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, pp. 3-27.
- Thakor, A.V. (1989), "Strategic issues in financial contracting: an overview", *Financial Management*", Summer, pp. 39-58.
- Titman, S. (1983), "Determinants of capital structure. An empirical analysis. Documento de Trabajo", ° 10-82, Graduate School of Management, University of California, Los Angeles.
- Titman, S. e Wessels, R. (1988), "The determinants of capital structure choice", *The Journal of Finance*, Vol. 43, N°. 1, pp. 1-19.
- Tychon, P. (1987), "The structure od Corporate finance in Belgium: an empirical investigation, IRES. Université Catolique de Louvain. Discussion Paper 9719.
- Warner, J. (1977), "Bankruptcy costs: some evidence", *Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 337-347.
- Weston, J. F. (1989), "What MM have Wrought", *Financial Management*, Vol. 18, N°. 2, pp. 29-38.