

## DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAIS: O CASO PORTUGUÊS – 1990 A 1995

Susana Jorge<sup>81</sup>

Universidade de Coimbra

M. J. Rocha Armada<sup>82</sup>

Universidade do Minho

Apesar do longo debate em finanças empresariais no que respeita à escolha da estrutura de capitais, ainda não existe consenso sobre a existência de uma estrutura óptima. No entanto, há unanimidade quanto à existência de vários factores que determinam a escolha de uma certa estrutura de financiamento por parte das empresas.

Assim, neste artigo, mais do que discutirmos a problemática da existência ou não de uma estrutura óptima de capitais, analisamos, para uma amostra das maiores empresas Portuguesas, a importância e validade de diversos factores apontados na literatura como determinantes da estrutura de capitais das empresas (traduzida pelo rácio de endividamento): Dimensão, Crescimento, Risco de Negócio (Volatilidade), Rendibilidade, Composição do Activo (Valor Colateral), Vantagens Fiscais Não Resultantes do Endividamento, Sector de Actividade e Controlo Accionista.

Utilizando dados em painel para o período de 1990 – 1995, procuramos descrever os efeitos que estas variáveis têm sobre o nível de endividamento das empresas em cada ano da análise, tentando identificar relações entre as variáveis, quer ao longo do tempo, quer entre empresas do mesmo sector de actividade, como também ainda analisar os efeitos particulares de cada empresa e de cada ano em análise, não incluídos nas variáveis explicativas dos modelos utilizados.

Apesar de termos chegado a alguns resultados idênticos aos obtidos com outras metodologias aplicadas, para o mesmo efeito, a nível internacional, também é um facto que nem sempre assim aconteceu, pensamos nós devido a características específicas das empresas da nossa amostra e, em geral, às do mercado Português.

Despite the long debate in finance about the choice of the firm's capital structure, there is no agreement yet on the existence of such an optimal structure. However, there is a large unanimity as to the existence of several factors that can determine the choice of a certain capital structure by companies.

Therefore, in this paper, more than discuss the problematic of the existence of an optimal capital structure, we analyse, for a large sample of Portuguese companies, the relevance and validity of several factors considered in the literature as determinants of the companies' capital structure (represented by the debt ratio): Size, Growth, Business Risk (Volatility), Profitability, Assets Composition (Collateral Value), Non-Debt Tax Shields, Sector of Activity and Ownership Control.

Using panel data for the period between 1990 and 1995, we seek to describe the effects that these variables have on companies' debt level in each year of the analysis, trying to identify relationships among the variables, either through time or between companies in the same sector of activity. We also analyse the particular effects of each company and each year, that are not included in the explanatory variables of the models employed.

Despite the fact that we have arrived at similar results as those obtained by other methodologies when applied internationally, it is also a fact that not always this has been so. We believe that, in particular, this was due to the specific characteristics of the companies in our sample and, in general, to those of the Portuguese market.

**PALAVRAS CHAVE:** Determinantes da estrutura de capitais/análise de dados em painel.

**KEYWORDS:** Capital structure determinants/panel data analysis.

### 1. INTRODUÇÃO

O polémico e constante debate sobre a escolha da estrutura de capitais das empresas, se tem permitido desenvolvimentos teóricos consideráveis, certo é que também tem levantado alguns problemas, principalmente relacionados com a verificação empírica das teorias. No entanto, muitos são os autores que identificaram um conjunto diversificado de factores potencialmente determinantes da estrutura de capitais das empresas, como por exemplo: o Tipo

<sup>81</sup> Mestre em Gestão de Empresas.

<sup>82</sup> Professor Associado com Agregação.

de Indústria, a Dimensão, o Crescimento, o Risco de Negócio, a Rendibilidade, a Composição do Activo e as Vantagens Fiscais Não Resultantes do Endividamento.

Neste nosso trabalho, e pela primeira vez em Portugal de uma forma tão abrangente, pretendemos analisar e discutir a relação entre estes e outros factores e a estrutura de capitais das empresas, considerando que esta se divide em Capital Próprio e Capital Alheio, sendo aquela representada pelo rácio de endividamento.

## 2. ALGUMAS CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS SOBRE AS DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAIS

Os factores considerados determinantes da estrutura de capitais das empresas estão, de uma forma mais ou menos directa, relacionados com as suas características operacionais.

A associação entre a estrutura financeira da empresa e as suas características operacionais tem ganho uma importância francamente crescente desde o debate inicial de Modigliani e Miller [1958 e 1963]. De facto, desde então, vários foram os autores que desenvolveram trabalhos sobre esta problemática.

Um dos primeiros factores a ser analisado foi o **tipo de indústria** (actividade das empresas), considerado por alguns autores (Schwartz e Aronson [1967], Scott [1972], Scott e Martin [1975] e Ferri e Jones [1979]) como representativo do risco de negócio. As conclusões acerca da sua influência sobre os rácios de endividamento observados nas empresas são polémicas, havendo quem defenda que este factor não é determinante das estrutura de capitais (Remmers *et al.* [1974] e Augusto [1996], por exemplo).

A **dimensão** (medida pelo volume de vendas – Remmers *et al.* [1974], ou pelo total dos activos – Scott e Martin [1975]) tem sido outro factor extensivamente analisado.

Foram vários também os autores que testaram empiricamente a relação entre estes dois aspectos, tendo chegado a conclusões bastante diversas. Alguns autores encontraram uma relação negativa (Gupta [1969], por exemplo), enquanto outros (Scott e Martin [1975], Ferri e Jones [1979] e Titman e Wessels [1988], entre vários) encontraram uma relação positiva.

Toy *et al.* [1974] foram dos primeiros autores a fornecer alguma evidência que apoiava a visão de que a taxa de **crescimento** dos activos das empresas é uma determinante da sua estrutura de capitais (relação positiva). Depois deles, vários têm sido os estudos que apresentam quer uma relação positiva quer negativa entre endividamento e crescimento, embora a interpretação e significância desta relação seja ainda pouco clara. A controvérsia começa desde logo com a escolha do atributo representativo deste factor: se alguns concordam com a taxa de crescimento dos activos (Titman e Wessels [1988], Thies e Klock [1992], Balakrishnan e Fox [1993] e Augusto [1996]), outros preferem a taxa de crescimento dos resultados antes de juros e impostos (Allen [1995]).

Mais recentemente alguns autores associam a relação entre crescimento e endividamento das empresas, com a teoria da “*Pecking Order*”<sup>83</sup> (Thies e Klock [1992], Allen [1995] e Augusto [1996]).

Para além dos factores já referidos, o **risco de negócio (volatilidade)** é talvez aquele a que a generalidade dos autores fazem mais referência, considerando a hipótese de uma relação negativa entre este e o endividamento, devido aos custos de falência e agência.

Os diversos estudos que, desde há alguns anos para cá, têm analisado a relação entre risco de negócio e endividamento (Toy *et al.* [1974], Stonehill *et al.* [1975], Ferri e Jones [1979], Bradley *et al.* [1984], Titman e Wessels [1988] e Thies e Klock [1992]), levam-nos a concluir, genericamente, por uma relação inversa (quase intuitiva), já que é aceitável que maior risco implique menor capacidade para fazer face aos compromissos assumidos, designadamente aos custos do endividamento.

Thies e Klock [1992] relacionaram este factor com a teoria do “*Static Trade-Off*”<sup>84</sup>, admitindo que a variabilidade dos resultados operacionais é negativamente relacionada com o

<sup>83</sup> Para mais desenvolvimentos sobre esta teoria, veja-se Myers [1984] e Myers e Majluf [1984].

<sup>84</sup> Para mais desenvolvimentos sobre esta teoria veja-se Kraus e Litzenberger [1973], Myers [1977] e Castanias [1983], entre outros.

endividamento de longo prazo, sendo positivamente relacionada com o endividamento de curto prazo.

No que respeita à **rendibilidade** (em particular a rendibilidade do activo<sup>85</sup>), podemos afirmar que existem divergências significativas entre as diferentes análises. Enquanto alguns apresentam argumentos defensores de uma relação negativa (Toy *et al.* [1974]<sup>86</sup>, Myers e Majluf [1984], Myers [1984], Titman e Wessels [1988] e Thies e Klock [1992]), outros admitem que, particularmente num contexto de problemas de agência, o endividamento está positivamente relacionado com a rendibilidade (Jensen [1986]).

Muitas teorias e estudos empíricos defendem que também a **composição do activo (valor colateral)** das empresas determina a escolha da sua estrutura de capitais. A ideia geralmente aceite é que empresas com mais activos que possam ser usados como garantia (i. e, com maior valor colateral, identificado pelos investidores no mercado) preferem<sup>87</sup> ou podem endividar-se mais (Titman e Wessels [1988], Lumby [1991], Thies e Klock [1992], Rajan e Zingales [1995] e Augusto [1996]). Se os activos corpóreos são mais facilmente avaliados pelo mercado e os incorpóreos têm essencialmente um valor específico para a empresa (Bradley *et al.* [1984] e Titman e Wessels [1988]), então haverá uma relação positiva entre o grau de tangibilidade dos activos e o nível de endividamento das empresas.

Num contexto de problemas de agência, Jensen e Meckling [1976] e Myers [1977] defendem também que se não é possível as empresas oferecerem garantias para a dívida, os credores podem fazer mais exigências, o que provavelmente terá consequências sobre o seu custo do Capital Alheio, levando-as a preferirem o financiamento com Capital Próprio.

DeAngelo e Masulis [1980] desenvolveram um modelo de estrutura óptima de capitais que incorporava o impacto dos impostos sobre os rendimentos das empresas, dos particulares e ainda, as **vantagens fiscais não resultantes do endividamento** (“*non debt tax shields*”). Estes autores argumentam particularmente que as vantagens fiscais face às amortizações e aos créditos de imposto são substitutas dos benefícios fiscais do financiamento com Capital Alheio, pelo que determinam negativamente o nível de endividamento das empresas. Outros autores (Bradley *et al.* [1984], Titman e Wessels [1988], Balakrishnan e Fox [1993], entre outros) relacionaram este tipo de vantagens fiscais com a composição dos activos da empresa argumentando que o sinal da relação depende dos indicadores usados para medir tais vantagens.

Porque a maioria dos estudos empíricos sobre a estrutura de capitais das empresas nos parecem limitados (não só pelos dados que utilizam, como por excluïrem algumas variáveis importantes) e, para além disto, os efeitos dos diferentes factores sobre a estrutura de capitais das empresas permaneça ambíguo e pouco consensual, é nossa pretensão contribuir com este trabalho no sentido de verificar se algumas das conclusões apresentadas anteriormente se verificam numa realidade muito insuficientemente estudada: a Portuguesa.

### 3. METODOLOGIA UTILIZADA

O modelo que adoptámos apresenta alguns aspectos inovadores: seguindo uma abordagem com dados em painel, procuramos analisar, por um lado, os efeitos do tipo de propriedade/controlo accionista sobre os rácios de endividamento das empresas da amostra e, por outro, saber a importância de aspectos individuais e temporais (não especificados nas variáveis explicativas – por exemplo: facilidade de acesso ao mercado de capitais, poder negocial com fornecedores e financiadores, etc.) na explicação da sua estrutura de capitais.

Assim, partimos de um painel de dados que inclui um conjunto de observações sobre a estrutura financeira de algumas das maiores empresas (não financeiras) Portuguesas, recolhida ao longo de um horizonte temporal de 6 anos. A sua natureza simultânea de “*cross-section*” e

<sup>85</sup> Nos diversos estudos as medidas de rendibilidade aparecem calculadas quer com o resultado operacional, quer com o resultado antes de juros e impostos.

<sup>86</sup> As suas conclusões assemelham-se às ideias defendidas pela teoria da “*Pecking Order*”, que surgiu dez anos depois.

<sup>87</sup> De acordo com os pressupostos da teoria da “*Pecking Order*” (veja-se Myers e Majluf [1984]).

série temporal, permite analisar relações significativas entre as variáveis dependentes e independentes, quer ao longo do tempo, quer entre empresas dos vários sectores de actividade.

### 3.1 Amostra

A amostra utilizada no nosso estudo foi recolhida a partir da base de dados *EXAME – 500 MELHORES E MAIORES*. As empresas foram seleccionadas considerando que: a) permaneceram no "ranking", sob a mesma forma jurídica, ao longo do horizonte temporal considerado; b) responderam ao inquérito da Central de Balanços do Banco de Portugal, em todos os anos em análise; e c) não se encontravam em situação de falência técnica. Foram recolhidas informações a partir dos documentos financeiros (Balanço e Demonstração de Resultados) de 93 empresas, distribuídas da seguinte forma:

Quadro 1 – Distribuição da Amostra

Sector de Actividade	Total	CONTROLO ACCIONISTA			ESTRANGEIRO
		NACIONAL			
		PÚBLICO	PRIVADO		
Sector Primário	2	1	1	0	
Sector Secundário	78	7	37	34	
Sector Terciário	13	4	5	4	
TOTAL	93	12	43	38	

O horizonte temporal considerado para análise – 6 anos (1990 a 1995) – foi definido atendendo a que deveria: a) abranger anos de edição da *EXAME – 500 MELHORES E MAIORES*; b) atender à utilização do modelo de inquérito da Central de Balanços do Banco de Portugal, de acordo com as revisões do POC de 1989 e 1991; e c) privilegiar os anos mais recentes.

Como na maioria dos estudos referidos, utilizámos valores contabilísticos (históricos), em vez de valores de mercado ou ainda de valores corrigidos (designadamente no sentido de atenuar os efeitos da inflação). Isto deveu-se não só a razões de simplicidade, como também porque são esses os dados que se encontram disponíveis. Por outro lado, como utilizamos dados em painel, os efeitos temporais são eles próprios considerados como susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas, ou seja, os efeitos da inflação e das alterações conjunturais são, desta forma, implicitamente considerados no modelo.

### 3.2 Variável Dependente

A estrutura de capitais de uma empresa é normalmente representada pelo seu rácio de endividamento dependendo a escolha da sua medida do objectivo de cada análise.

Embora a definição mais abrangente de endividamento possa ser expressa pelo rácio *Capital Alheio Total/Activo Total Líquido*, certo é que muitos autores (veja-se, por exemplo, Scott e Martin [1975], Bowen *et al.* [1982], Bradley *et al.* [1984], Titman e Wessels [1988], Rajan e Zingales [1995], entre outros) utilizaram outras expressões. Na nossa análise, por razões que se prendem essencialmente com a disponibilidade de informação, consideramos a estrutura financeira das empresas representada pela sua definição mais abrangente (tal como o fizeram Remmers *et al.* [1974] e Ferri e Jones [1979]). Para além disto, porque alguns estudos obtiveram resultados diferentes quando usaram diferentes medidas de endividamento, utilizaremos também o "*Debt to Equity Ratio*" como variável dependente, aproximando-nos assim da abordagem de Bradley *et al.* [1984].

Assim, nos modelos utilizados, temos os seguintes indicadores da variável dependente<sup>88</sup>:

$$Y_1 = \frac{\text{Capital Alheio Total}}{\text{Activo Total Líquido}} \quad Y_2 = \frac{\text{Capital Alheio Medio e Longo Prazo}}{\text{Activo Total Líquido}}$$

$$Y_3 = \frac{\text{Capital Alheio Curto Prazo}}{\text{Activo Total Líquido}} \quad Y_4 = \frac{\text{Capital Alheio Total}}{\text{Capital Proprio}}$$

<sup>88</sup> Os Acréscimos e Diferimentos credores foram considerados como Capital Alheio de curto prazo. As Provisões para Riscos e Encargos, não sendo consideradas Capital Alheio, foram deduzidas ao Activo Total Líquido, que assim aparece com um valor diferente do que é apresentado no Balanço.

### 3.3 Variáveis Independentes

Porque os factores potencialmente determinantes da estrutura de capitais das empresas são, muitas vezes, não observáveis directamente, existe um conjunto de indicadores que, sendo observáveis, permitem identificar a presença daqueles atributos sendo, por isso, os seus "proxies".

Ao seleccionarmos estes atributos, e sobretudo os seus indicadores, procurámos aqueles que encontravam suporte na literatura financeira e nos estudos empíricos sobre o tema, e que podiam ser determinados/calculados com os dados disponíveis para a amostra considerada.

Assim, para a **DIMENSÃO** seleccionámos três variáveis representativas (Ferri e Jones [1979], Titman e Wessels [1988]):

$$X_1 - \text{N}^\circ \text{ de Trabalhadores}^{89} \qquad X_2 - \text{Activo Total Líquido} \qquad X_3 - \text{Volume de Vendas}^{90}$$

Em relação ao **CRESCIMENTO**, optámos pela Taxa de Crescimento do Activo Total Líquido (v.g.: Toy *et al.* [1974]), sendo calculada anualmente, e representando a variação temporal do montante do activo total líquido de cada empresa.

Assim:  $X_4 - \text{Taxa de Crescimento do Activo Total Líquido}$

O **RISCO DE NEGÓCIO** (ou risco económico), por ser essencialmente representativo da volatilidade dos resultados das empresas, é normalmente medido através do desvio padrão ou coeficiente de variação dos resultados. No nosso modelo utilizamos o coeficiente de variação dos resultados (tal como Toy *et al.* [1974]), bem como desvios padrões de crescimento "standardizados" (tal como Ferri e Jones [1979]). Por outro lado, como pretendemos medir o risco de negócio, parece-nos mais adequado considerar Resultado Antes de Juros e Impostos<sup>91</sup>. E ainda, com a utilização de desvios padrões de crescimento "standardizado", como medidas de ajustamento do risco de negócio, tentamos dissociar da dimensão da empresa, os efeitos da volatilidade.

Neste quadro definimos:

$$X_5 - \text{Coeficiente de Variação do R AJI} = \frac{\sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (r_t - \bar{r})^2}{n-1}}}{\bar{r}} \qquad \text{em que:}$$

$t = \text{ano};$   
 $n = \text{n}^\circ \text{ de observações (6 anos);}$   
 $r_t = \frac{\text{Resultado Antes de Juros e Impostos do ano } t}{\text{Activo Total Líquido do ano } t};$   
 $\bar{r} = \text{média de } r_t.$

$$X_6 - \text{Desvio Padrão de Crescimento Standardizado das Vendas} = \sigma \left( \frac{x_t - x_{t-1}}{x} \right)$$

$$X_7 - \text{Desvio Padrão de Crescimento Standardizado do RAJI} = \sigma \left( \frac{y_t - y_{t-1}}{y} \right)$$

em que:

- $x_t$  e  $x_{t-1}$  – somatório das Vendas e Prestações de Serviços, nos anos (t) e (t-1) respectivamente;
- $y_t$  e  $y_{t-1}$  – Resultado Antes de Juros e Impostos (RAJI), nos anos (t) e (t-1) respectivamente;
- $\bar{x}$  – média do somatório das Vendas e Prestações de Serviços;
- $\bar{y}$  – média do Resultado Antes de Juros e Impostos;
- $\sigma$  – desvio padrão.

<sup>89</sup> Inclui o total de Pessoal Remunerado (dirigentes, empregados, operários, aprendizes e praticantes).

<sup>90</sup> Abrange, neste e noutros indicadores, o total de vendas líquidas de mercadorias e produtos e o total das prestações de serviços líquidas.

<sup>91</sup> Ao contrário do que acontece na maioria da literatura financeira, não consideramos que o Resultado Antes de Juros e Impostos (RAJI) seja coincidente com o Resultado Operacional. Com efeito, pelo tipo de dados que dispusemos, definimos:

$$\text{RAJI} = \text{Resultado Líquido} + \text{Custos Financeiros de Financiamento} + \text{Imposto sobre o Rendimento.}$$

Quanto às medidas de **RENDIBILIDADE** do Activo, porque pretendemos usar indicadores que, por um lado, permitam reflectir a rendibilidade de exploração (associada também ao seu risco de negócio) e, por outro, não sejam afectados pelo nível de endividamento da empresa, utilizamos dois rácios cuja principal diferença reside no facto de num deles, por limitações inerentes aos dados recolhidos, considerarmos o Resultado Extraordinário. Se, por um lado, este procedimento pode questionar a aproximação do Resultado Antes de Juros e Impostos, assim definido, à rendibilidade de exploração das empresas, por outro lado, poderá permitir analisar, ainda que de forma indirecta, a influência do Resultado Extraordinário na sua estrutura de capitais, o que pensamos ser um aspecto inovador do nosso estudo.

Então temos:

$$X_8 = \frac{\text{Resultado Antes de Juros e Impostos}}{\text{Activo Total Liquido}} \quad X_9 = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Activo Total Liquido}}$$

Na escolha dos indicadores que servem de medida da **COMPOSIÇÃO DO ACTIVO (VALOR COLATERAL)** atendemos, particularmente, às abordagens de Titman e Wessels [1988] e Thies e Klock [1992], dado que pretendemos observar se as características dos activos de cada empresa (nomeadamente relacionadas com a sua capacidade de servirem de garantias aos credores) condicionam o seu recurso a Capital Alheio.

$$X_{10} = \frac{\text{Imobilizado Corporeo Liquido}}{\text{Activo Total Liquido}} \quad X_{11} = \frac{\text{Imobilizado Incorporeo Liquido}}{\text{Activo Total Liquido}}$$

Nos estudos empíricos que referimos anteriormente foram vários os indicadores utilizados para representar as **VANTAGENS FISCAIS NÃO RESULTANTES DO ENDIVIDAMENTO**. Na escolha dos indicadores que utilizámos procurámos conciliar os estudos de autores como DeAngelo e Masulis [1980], Bradley *et al.* [1984] e Balakrishnan e Fox [1993], com as ideias de Titman e Wessels [1988], que relacionam as amortizações e os créditos de imposto resultantes do investimento, com a composição do activo total da empresa. Neste sentido, procurando, por um lado, seguir as ideias destes últimos autores e, por outro, analisar os diferentes tipos de relação com o endividamento, utilizamos como medidas para este tipo de vantagens fiscais os rácios<sup>92</sup>:

$$X_{12} = \frac{\text{Amortizações do Imobilizado Corporeo e Incorporeo}}{\text{Resultado Antes de Amortizações, Juros e Impostos}} \quad X_{13} = \frac{\text{Despesas de Investigação e Desenvolvimento}}{\text{Vendas Totais Líquidas}}$$

Em nossa opinião, o rácio representado por  $X_{13}$ , podendo, eventualmente, não se revelar como medida de crescimento adequada à realidade Portuguesa, é, todavia, um bom indicador para avaliar a influência das vantagens fiscais não resultantes do endividamento sobre a estrutura financeira das empresas, já que tais despesas podem ser amortizadas, sendo a sua amortização aceite como custo fiscal (substituto dos encargos financeiros).

A inclusão do **CONTROLO ACCIONISTA** na nossa análise visa essencialmente captar o efeito que o tipo de propriedade pode exercer sobre o nível de endividamento das empresas. Este atributo pode assumir várias categorias de acordo com os tipos de controlo accionista considerados pela revista *EXAME*: **nacional privado** (se os accionistas maioritários forem pessoas singulares ou colectivas nacionais do sector privado); **nacional público** (se for o Estado ou empresas por si participadas maioritariamente); e **estrangeiro** (se forem entidades não residentes).

Assim:

$$X_{14} - \text{Controlo Nacional Público} \quad X_{15} - \text{Controlo Nacional Privado}$$

O efeito do **SECTOR DE ACTIVIDADE** pretende captar várias características estruturais da empresa, particularmente relacionadas com o seu ramo de actividade (por exemplo: barreiras à

<sup>92</sup> De acordo com a nossa definição de Resultado Antes de Juros e Impostos - RAJI, o Resultado Antes de Amortizações, Juros e Impostos (RAAJI) será:

$$\text{RAAJI} = \text{RAJI} + \text{Amortizações do Exercício (Imobilizações Corpóreas e Incorpóreas)}.$$

entrada de novos concorrentes, condições de mercado) que podem afectar o seu endividamento. Assim consideramos:

$X_{16}$  – Sector Primário

$X_{17}$  – Sector Secundário

Tal como acontece para o Controlo Accionista, também o Sector de Actividade é um atributo que assume categorias qualitativas, tratadas estatisticamente como variáveis ‘mudas’.

### 3.4 O Interesse do Ano como Variável Explicativa

A análise do efeito temporal pretende captar as variações anuais da conjuntura económica, (como sejam alterações fiscais, por exemplo), que podem afectar as decisões da estrutura de capitais. Em nosso entender, tal análise reveste-se de particular importância, já que durante o horizonte temporal considerado ocorreram, entre outras, importantes alterações ao nível da contabilização e tratamento fiscal das rendas dos contratos de locação financeira, que poderão ter influenciado significativamente a estrutura de financiamento das empresas.

### 3.5 Modelo e Tipo de Dados

De uma forma geral, as características do(s) modelo(s) que adoptámos podem resumir-se assim:

- Trata-se de um conjunto de quatro regressões, atendendo ao facto de seleccionarmos quatro indicadores representativos do rácio de endividamento:

$$Y_{1i,t} = \beta_{01} + \sum_{K=1}^{17} \beta_{k1} X_{ki,t} + \mu_{1i,t}$$

$$Y_{2i,t} = \beta_{02} + \sum_{K=1}^{17} \beta_{k2} X_{ki,t} + \mu_{2i,t}$$

$$Y_{3i,t} = \beta_{03} + \sum_{K=1}^{17} \beta_{k3} X_{ki,t} + \mu_{3i,t}$$

$$Y_{4i,t} = \beta_{04} + \sum_{K=1}^{17} \beta_{k4} X_{ki,t} + \mu_{4i,t}$$

com:

$i$  – número de empresas = 1, . . . . ., 93

$t$  – número de anos = 1, . . . . ., 6

$X_{ki,t}$  – vector de variáveis explicativas;

$k$  – número de variáveis explicativas = 1, . . . . ., 17;

$\mu_{i,t}$  – termo de erro.

- São Modelos de Efeitos Aleatórios. Cada variável a explicar depende de um conjunto de variáveis independentes explícitas no modelo (que diferem entre empresas e ao longo do tempo) e de outras variáveis não explícitas ou omitidas (que podem reflectir aspectos particulares de determinadas empresas e/ou de certos períodos de tempo).
- Parâmetros dos modelos: os termos independentes (intercepções) são variáveis entre indivíduos e ao longo do tempo; os outros parâmetros (declives das regressões) assumem-se constantes.
- Estimamos Modelos de Decomposição dos Desvios (ou de Componentes de Erro). Há correcção do termo independente apenas para os indicadores de endividamento global ( $Y_1$  e  $Y_4$ ), o que significa que apenas aqui os efeitos individuais e temporais se revelaram importantes. Assim, como  $\beta_0$  varia de indivíduo para indivíduo e ao longo do tempo (sendo equiparado a uma variável aleatória), deve ser corrigido, e os efeitos individuais e temporais aparecem assim no termo de erro (decomposto, desta forma, numa componente individual, noutra temporal e noutra ainda puramente aleatória).
- Estimamos Modelos Simples (com homogeneidade de parâmetros) para os indicadores da estrutura do endividamento ( $Y_2$  e  $Y_3$ ).
- Tratam-se de Modelos Dinâmicos, já que utilizam como variável explicativa a própria variável dependente desfasada um período (resultado da eliminação da autocorrelação de 1ª ordem).

Considerando que o Modelo de Decomposição dos Desvios mais não é do que um caso particular dum modelo de regressão geral, estimamos pois um conjunto de Modelos de

Regressão (com ou sem decomposição dos desvios), a fim de identificar as determinantes mais significativas da estrutura de capitais das empresas da nossa amostra. Notemos ainda que, para cada regressão, o termo constante é único, estando corrigido particularmente para  $Y_1$  e  $Y_4$ . Cada regressão será analisada separadamente das outras, uma abordagem semelhante à de Thies e Klock [1992].

O método de estimação que utilizámos foi o dos Mínimos Quadrados Generalizados com tratamento dos dados em painel.

#### 4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Do painel construído com dados das 93 empresas, para cada variável, ao longo dos 6 anos de observação, seleccionámos a seguinte informação:

Quadro 2 – Variáveis Dependentes Usadas no Estudo – Resumo das Estatísticas

VARIÁVEIS	MÍNIMO	MÁXIMO	MÉDIA	DESVIO PADRÃO
CA / ATL	0,07	0,91	0,52	0,18
CAmp / ATL	0,00	0,57	0,12	0,13
CAcp / ATL	0,06	0,85	0,41	0,18
CA / CP	0,07	10,37	1,51	1,25

Dos valores apresentados, destacamos as médias dos vários indicadores de endividamento (52% para o Endividamento Total, 12% para o Endividamento de Médio/Longo Prazo, 41% para o Endividamento de Curto Prazo e 1,51 para o "*Debt to Equity Ratio*"). De acordo com um estudo da revista *ECONOMIE EUROPÉENNE* [1994], podemos dizer que os valores por nós obtidos se enquadram dentro nos respectivos valores para a maior parte dos países europeus. O facto da média do endividamento de curto prazo ser mais do que dupla do que a média de médio/longo prazo reflectirá, o pouco dinamismo, no período em análise, de muitos mercados de capitais europeus (em particular, o Português) associado à grande confiança por parte das empresas em relação ao sistema bancário (i.e., uma certa tradição de recurso ao crédito bancário como forma de financiamento).

No quadro seguinte apresentamos os resultados das estimativas dos Modelos de Regressão para cada uma das variáveis dependentes (valores das estatísticas "t" entre parêntesis).



Quadro 3 – Resultados dos Modelos de Regressão

VARIÁVEIS INDEPENDENTES	VARIÁVEIS DEPENDENTES			
	Y <sub>1</sub> = CA / ATL	Y <sub>2</sub> = Camp / ATL	Y <sub>3</sub> = CAcp / ATL	Y <sub>4</sub> = CA / CP
Constante	-0,3427 <sup>a</sup> (-12,74152)	-8,6300e-004 (-0,06803)	0,0646 <sup>b</sup> (3,06186)	-3,0562 <sup>a</sup> (-11,98509)
X <sub>1</sub> – N° de Trabalhadores	1,8809e-006 (0,31349)	-2,2284e-006 (-0,49928)	5,7824e-006 (0,99160)	3,9357e-005 (0,70631)
X <sub>2</sub> – Activo Total Líquido	1,2081e-010 (0,59517)	3,7869e-010 <sup>d</sup> (2,43642)	-2,5333e-010 (-1,25780)	2,1386e-009 (1,13930)
X <sub>3</sub> – Volume de Vendas	-1,6886e-011 (-0,12552)	-1,8658e-010 <sup>e</sup> (-1,82396)	1,8780e-010 (1,40045)	-1,0165e-009 (-0,81591)
X <sub>4</sub> – Taxa Crescimento ATL	0,1013 <sup>a</sup> (5,53865)	0,0435 <sup>b</sup> (2,95577)	0,0513 <sup>c</sup> (2,70461)	0,7375 <sup>a</sup> (4,61965)
X <sub>5</sub> – Coef. Variação RAJI	-2,4148e-003 (-0,68542)	-2,9908e-003 (-1,15175)	-1,4811e-003 (-0,44251)	0,0208 (0,62733)
X <sub>6</sub> – Desvio Padrão Vendas	0,0773 (1,47013)	0,0579 (1,48793)	0,0624 (1,26293)	1,3250 <sup>c</sup> (2,63358)
X <sub>7</sub> – Desvio Padrão RAJI	-4,0684e-003 (-0,76894)	-5,2382e-003 (-1,35197)	-2,9416e-003 (-0,58777)	0,0225 (0,45560)
X <sub>8</sub> – RAJI / ATL	-0,4204 <sup>a</sup> (-5,04175)	-0,0614 (-0,92651)	-0,3673 <sup>a</sup> (-4,26723)	-1,9713 <sup>c</sup> (-2,70109)
X <sub>9</sub> – Res. Operacional / ATL	0,2601 <sup>b</sup> (2,83899)	-0,0280 (-0,38504)	0,2872 <sup>b</sup> (3,05113)	1,0632 (1,30895)
X <sub>10</sub> – Imob. Corp. Líq. / ATL	-0,0332 (-1,44907)	0,0396 <sup>e</sup> (1,95214)	-0,0388 <sup>e</sup> (-1,67728)	-0,4672 <sup>d</sup> (-2,19732)
X <sub>11</sub> – Imob. Incorp. Líq. / ATL	-0,1774 <sup>d</sup> (-2,25856)	0,0855 (1,35863)	-0,2191 <sup>e</sup> (-2,70972)	-0,0988 (-0,14359)
X <sub>12</sub> – Am. Mi. C. e I. / RAAJI	3,4187e-003 (0,91538)	1,3394e-003 (0,43683)	2,1785e-003 (0,54899)	0,0523 (1,63752)
X <sub>13</sub> – Despesas I&D / Vendas	-0,0447 (-0,21803)	-0,1333 (-0,81513)	0,0797 (0,37716)	-1,5414 (-0,85657)
X <sub>14</sub> – Controlo Nac. Público	-9,7735e-003 (-0,65136)	-7,4346e-003 (-0,68843)	-0,0116 (-0,80632)	6,4140e-003 (0,04541)
X <sub>15</sub> – Controlo Nac. Privado	-5,6055e-003 (-0,70199)	3,7265e-003 (0,61075)	-4,8788e-003 (-0,63352)	-0,0234 (-0,30771)
X <sub>16</sub> – Sector Primário	0,0203 (0,76453)	5,2631e-004 (0,02686)	0,0193 (0,75977)	0,0889 (0,35111)
X <sub>17</sub> – Sector Secundário	0,0129 (1,12547)	6,6914e-004 (0,08040)	5,2947e-003 (0,48489)	0,0889 (0,81388)
Variável Dependente t-1	0,8304 <sup>a</sup> (44,13947)	0,8255 <sup>a</sup> (31,92814)	0,8885 <sup>a</sup> (39,70952)	0,6810 <sup>a</sup> (27,90669)
$\bar{R}^2$	0,8409	0,8209	0,8379	0,6771
F	137,2572 <sup>a</sup>	119,2011 <sup>a</sup>	134,3031 <sup>a</sup>	55,0632 <sup>a</sup>

a Nível de Significância &lt; 0,0001

b Nível de Significância &lt; 0,005

c Nível de Significância &lt; 0,01

d Nível de Significância &lt; 0,05

e Nível de Significância &lt; 0,1

Em face dos valores obtidos podemos constatar que, de uma forma geral, não existem diferenças significativas entre os resultados das várias regressões. De facto, salvo algumas excepções que explicaremos de seguida, quaisquer que sejam as medidas de endividamento utilizadas, elas são afectadas pelos mesmos determinantes. Assim, apesar dos valores obtidos para os coeficientes de ajustamento dos modelos ( $\bar{R}^2$ ), na verdade o termo constante parece continuar a ter uma importância significativa para a explicação da maioria das variáveis dependentes (com excepção do endividamento de médio/longo prazo). Isto significa que, pese embora as correcções feitas em relação aos efeitos individuais e temporais (designadamente em Y<sub>1</sub> e Y<sub>4</sub>), podem existir outras determinantes do endividamento não explícitas nos modelos. Como consideraram Toy *et al.* [1974], podemos apontar a tecnologia e o grau de liquidez dos activos as quais, devido às dificuldades em se obter informação pública sobre elas, ou serem dificilmente mensuráveis, também não foram por nós consideradas.

Por outro lado, há factores que não parecem ser determinantes do endividamento, quaisquer que sejam as medidas deste. Disto são exemplo os indicadores de DIMENSÃO, RISCO DE NEGÓCIO (Volatilidade), VANTAGENS FISCAIS NÃO RESULTANTES DO ENDIVIDAMENTO, CONTROLO ACCIONISTA e SECTOR DE ACTIVIDADE. Note-se que, no que respeita à Dimensão, este apenas parece exercer uma influência muito fraca (coeficientes muito próximos de zero)

sobre o Endividamento de Médio/Longo Prazo e, mesmo aqui, só quando medida pelo Activo Total Líquido (relação positiva:  $\beta_2 = 3,7869e-10$ ) ou pelo Volume de Vendas (relação negativa:  $\beta_3 = -1,8658e-10$ ). Para além disto, relativamente aos indicadores de Risco de Negócio (Volatilidade), apenas a Variabilidade das Vendas parece exercer alguma influência sobre o endividamento global, mas só quando este é traduzido pelo “*Debt to Equity Ratio*” (relação positiva:  $\beta_6 = 1,3250$ ).

Todavia, os outros factores que considerámos na nossa análise parecem, de facto, ser determinantes do endividamento, embora nem sempre a relação identificada esteja de acordo com a que antecipávamos.

A Taxa de Crescimento do Activo Total Líquido é uma determinante inegável do nível de endividamento das empresas da nossa amostra, em cada ano, quaisquer que sejam as suas medidas. Apesar da sua influência ser maior sobre os rácios de endividamento global (para  $Y_1$ :  $\beta_4 = 0,1013$ ; e para  $Y_4$ :  $\beta_4 = 0,7375$ ; contra  $\beta_4 = 0,0435$  e  $\beta_4 = 0,0513$  para  $Y_2$  e  $Y_3$  respectivamente), identificamos uma relação significativamente positiva. Por sua vez, a Rendibilidade parece determinar apenas os níveis de endividamento global e de curto prazo. Para além disto, o sinal da relação é diferente de acordo com os indicadores utilizados. Assim, quando utilizamos o Resultados Antes de Juros e Impostos, identificamos uma relação negativa (para  $Y_1$ :  $\beta_8 = -0,4204$ ; para  $Y_3$ :  $\beta_8 = -0,3673$ ; e para  $Y_4$ :  $\beta_8 = -1,9713$ ). Isto permite-nos concluir que a teoria da “*Pecking-Order*” verifica-se apenas quando usamos o rácio RAJI/ATL e, mais do que isto, particularmente para o Endividamento de Curto Prazo (nível de significância é menor), ou seja, podemos dizer que, sobretudo no curto prazo, as empresas tendem a preferir as fontes de financiamento internas, dando prioridade ao Capital Alheio de médio/longo prazo quando precisam de recursos externos. Contudo, quando a medida utilizada é o Resultado Operacional, identificamos uma relação positiva (para  $Y_1$ :  $\beta_9 = 0,2601$ ; e para  $Y_3$ :  $\beta_9 = 0,2872$ ), contrariando mesmo a teoria da “*Pecking-Order*”. Esta oposição de resultados pode-nos levar a concluir que o Resultado Extraordinário poderá ser determinante do endividamento destas empresas, em cada ano, já que constitui a diferença entre os dois indicadores. No entanto, seria necessária uma análise mais detalhada destas medidas para podermos verificar tais suposições. No que respeita à Composição do Activo, quando utilizamos os activos tangíveis, embora identifiquemos uma relação positiva com o Endividamento de Médio/Longo Prazo ( $\beta_{10} = 0,0396$ ), o nível de significância para a hipótese nula aproxima-se de 10%. Por outro lado, quando o endividamento global é medido pelo “*Debt to Equity Ratio*”, a relação chega a ser claramente negativa ( $\beta_{10} = -0,4672$ ). Já no que respeita à medida utilizando os activos incorpóreos, identificamos relações negativas, embora apenas para o Endividamento Total ( $\beta_{11} = -0,1774$ ) e sobretudo para o de Curto Prazo ( $\beta_{11} = -0,2191$ ).

Para concluirmos os resultados dos Modelos de Regressão devemos ainda destacar os valores obtidos para as variáveis dependentes desfasadas, consideradas como variáveis explicativas em todos os modelos. Na verdade, estas são das que obtêm valores mais significativos, quer para os coeficientes, quer para os  $t$ 's estatísticos, o que significa que o nível de endividamento das empresas em cada ano, é determinado, em grande parte, pelo mesmo no ano anterior, ainda que se trate de Endividamento de Curto Prazo. Estes resultados não só parecem indiciar que as empresas da nossa amostra possuem dívidas classificadas contabilisticamente como sendo de curto prazo, quando na realidade são de médio/longo prazo, como também realçam a importância da dinamização dos modelos para a melhoria do seu ajustamento e consequente aumento do poder explicativo do fenómeno em causa.

## 5. CONCLUSÕES

Em face do que apresentámos, as principais conclusões deste trabalho podem resumir-se às seguintes:

- os factores DIMENSÃO, VANTAGENS FISCAIS NÃO RESULTANTES DO ENDIVIDAMENTO, CONTROLO ACCIONISTA e SECTOR DE ACTIVIDADE, não parecem ser determinantes do endividamento das empresas, independentemente da forma como este é medido;

- o indicador de CRESCIMENTO tem uma relação positiva com todas as medidas de endividamento, o que significa que as empresas que apresentam maior taxa de crescimento dos seus activos, são também aquelas que tendem a estar mais endividadas;
- para o RISCO DE NEGÓCIO, os resultados obtidos não permitem fornecer apoio às correntes da literatura que defendem uma relação inversa com o endividamento;
- a RENDIBILIDADE parece determinar apenas o endividamento global e o de curto prazo; se medida pelo indicador Resultado Antes de Juros e Impostos/Activo Total Líquido tem uma relação negativa, o que confirma a teoria da “Pecking-Order”; contudo, quando utilizamos o rácio Resultado Operacional/Activo Total Líquido, identificamos uma relação positiva, o que nos leva a concluir que o Resultado Extraordinário, que admitimos ser a única diferença entre os dois indicadores, poderá exercer alguma influência sobre o endividamento das empresas;
- para a COMPOSIÇÃO DO ACTIVO, não podemos concluir com grande segurança que, empresas que possuem maior proporção de activos corpóreos no seu Activo Total Líquido sejam, de facto, as mais endividadas, sobretudo a médio/longo prazo;
- é grande a interdependência entre o nível de endividamento (qualquer que seja o seu indicador) de um determinado ano e o mesmo do ano imediatamente anterior; dado que isto se verifica também para o endividamento de curto prazo, concluímos que este parece estar contabilisticamente classificado, de forma errada, como sendo de curto prazo, quando, pelo seu carácter de renovação permanente, deveria ser considerado de médio/longo prazo;
- existem características particulares de cada empresa (efeitos individuais - como sejam a própria estrutura organizacional, capacidade de negociação com clientes e fornecedores, entre outros) e de cada ano em análise (efeitos temporais - nos quais incluímos designadamente as alterações contabilísticas e fiscais no tratamento das rendas de locação financeira) que, embora não estando incluídas nas variáveis independentes ou mesmo no termo independente, determinam o nível de endividamento global das empresas, em cada ano;
- a significância obtida para o termo independente de cada regressão leva-nos a concluir que, pese embora o bom ajustamento dos modelos ao fenómeno em causa, parecem existir ainda outros factores determinantes do nível de endividamento das empresas, em cada ano; sugerimos aqui alguns, de carácter mais qualitativo, como o grau de desenvolvimento tecnológico da empresa, as condições de acesso e desenvolvimento do mercado de capitais português, a utilização de incentivos à exploração (particularmente subsídios) quer nacionais, quer comunitários, entre outros.

## BIBLIOGRAFIA

- ALLEN, Marcus T.; «Capital Structure Determinants in Real Estate Limits Partnerships»; *Financial Review*; Vol. 30; Nº3; Aug. 1995; pp. 399–426.
- ANDRADE, João de Sousa; *Análise Económica - Uma Introdução para Economistas e Gestores*; Texto Editora; 1ª Edição; Lisboa; 1993.
- AUGUSTO, Mário A. G.; *Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas da Indústria Transformadora Portuguesa*; Dissertação de Mestrado; Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra; Novembro; 1996.
- BALAKRISHNAN, Srinivasan, FOX, Isaac; «Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure»; *Strategic Management Journal*; Vol. 14; 1993; pp. 3–16.
- BRADLEY, Michael, JARREL, Greeg A., KIM, E. Han; «On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence»; *The Journal of Finance*; Vol. 39; Nº3; July 1984; pp. 857–880.
- CASTANIAS, Richard; «Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure»; *The Journal of Finance*; Vol. 38; Nº5; December 1983; pp. 1617–1635.
- DeANGELO, Harry, MASULIS, Ronald W., «Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation»; *Journal of Financial Economics*; Vol. 8; March 1980; pp. 3–29.

- ECONOMIE EUROPÉENNE*; «Situation Financière des Entreprises Industrielles: Charges, Résultats et Endettement»; Commission des Communautés Européennes; Direction Générale des Affaires Économiques et Financières; N°1; Janvier; 1994.
- FERRI, Michael G., JONES, Wesley H.; «Determinants of Financial Structure: a New Methodological Approach»; *The Journal of Finance*; Vol. 34; N°3; June 1979; pp. 631–644.
- GUPTA, M. C.; «The Effect of Size, Growth and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Companies»; *The Journal of Finance*; Vol. 24; 1969; pp. 517–529; in REMMERS *et al.* [1974].
- HARRIS, Milton, RAVIV, Artur; «The Theory of Capital Structure»; *The Journal of Finance*; Vol. 46; N°1; March 1991; pp. 297–355.
- HENDRY, David F.; *Dynamic Econometrics*; Oxford University Press; 1995.
- HSIAO, Cheng; *Analysis of Panel Data*; Econometric Society Monographs N°11; Cambridge University Press; 1986.
- JENSEN, Michael; «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers»; *American Economic Review*; 76; 1986; pp. 323–339; in RAJAN e ZINGALES [1995].
- MECKLING, William H., «Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure»; *Journal of Financial Economics*; Vol. 3; October 1976; pp. 306–360.
- JORGE, Susana M., *Determinantes da Estrutura de Capitais: Um Caso Português — 1990 a 1995*; Braga; Dissertação de Mestrado em Finanças Empresariais; Escola de Economia e Gestão; Universidade do Minho; 1997.
- KRAUS, A., LITZENBERGER, R.; «A State Preference Model of Optimal Financial Leverage»; *The Journal of Finance*; Vol. 28; September 1973; pp. 911–921; in CASTANIAS [1983].
- LUMBY, Stephen; *Investment Appraisal and Financing Decisions – A first course in financial management*; Chapman & Hall; Fourth Edition; 1991.
- MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco; «The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment»; *American Economic Review*; Vol. 48; N°3; June 1958; pp. 261–297.
- «Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: a Correction»; *American Economic Review*; Vol. 53; N°3; June 1963; pp. 433–443.
- MYERS, Stewart C.; «Determinants of Corporate Borrowing»; *Journal of Financial Economics*; Vol. 9; Nov. 1977; pp. 147–176.
- «The Capital Structure Puzzle»; *The Journal of Finance*; Vol. 39; N°3; July 1984; pp. 575–591.
- MAJLUF, Nicholas S.; «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have»; *Journal of Financial Economics*; Vol. 13; 1984; pp. 187–221.
- RAJAN, Raghuram G., ZINGALES, Luigi; «What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data»; *The Journal of Finance*; Vol. 50; N°5; Dec. 1995; pp. 1421–1460.
- REMMERS, Lee, STONEHILL, Arthur, WRIGHT, Richard, BEEKHUISEN, Theo, «Industry and Size as Debt Ratio Determinants in Manufacturing Internationally»; *Financial Management*; Summer 1974; pp. 24–32.
- SCOTT, David F. Jr; «Evidence on The Importance of Financial Structure»; *Financial Management*; Summer 1972; pp. 45–50.
- MARTIN, John D.; «Industry Influence on Financial Structure»; *Financial Management*; Spring 1975; pp. 67–73.
- SCHWARTZ, Eli, ARONSON, J. Richard; «Some Surrogate Evidence in Support the Concept of Optimal Financial Structure»; *The Journal of Finance*; March; 1967; pp. 10–18; in REMMERS *et al.* [1974].
- STONEHILL, Arthur, BEEKHUISEN, Theo, WRIGHT, Richard, REMMERS, Lee, NORMAN, Toy, PARES, Antonio, SHAPIRO, Alan, EGAN, Douglas, BATES, Thomas;

- «Financial Goals and Debt Ratio Determinants: A Survey of Practice in Five Countries»; *Financial Management*; Autumn 1975; pp. 27-33.
- THIES, Clifford F., KLOCK, Mark S.; «Determinants of Capital Structure»; *Review of Financial Economics*; 2 Summer 1992; pp. 40-52.
- TITMAN, Sheridan, WESSELS, Roberto; «The Determinants of Capital Structure Choice»; *The Journal of Finance*; Vol. 43; Nº1; March 1988; pp. 1-19.
- TOY, Norman, STONEHILL, Arthur, REMMERS, Lee, WRIGHT, Richard, BEEKHUISEN, Theo; «A Comparative International Study of Growth, Profitability and Risk as Determinants of Corporate Debt Ratios in the Manufacturing Sector»; *Journal of Finance and Quantitative Analysis*; November 1974; pp. 875-886.

Son muchos los investigadores que se han planteado la Universidad en sus contextos de análisis. En todos ellos se ven un claro trasfondo de la medida en que se está experimentando una transformación acerca de la continuidad de la financiación pública, al menos en lo que a compañías y empresas de las instituciones universitarias de los planes del quinquenio y la universidad, concretamente la búsqueda de nuevas fuentes de financiación y su repercusión en la gestión de un corporativo financiero.

Un paso importante hacia el éxito de esta labor es el estudio de los factores que influyen en la parte. Aunque esta es un objetivo deseado por muchos países, no se puede decir que sea un objetivo global de la educación superior que abarque la totalidad y parte de las áreas de la financiación. Ejemplar de las Universidades Públicas Españolas (1987), proporcionadas por la Comisión de las Universidades Públicas Españolas y el Consejo de las Universidades, pertenecientes a parte de la Comunidad Autónoma como unidad de análisis. Para ello, nuestro objetivo principal es el presupuesto conjunto de las universidades, que a lo largo del período que se analiza, se realiza a través de datos que nos sirven de indicadores de la posición económica-financiera que a lo largo del período universitario español.

There are a lot of questions on University of the new millennium. Most of them are financial goals because of the importance about the world financing continuity. Thus, University has many challenges. University has many challenges in the area of financing and management of financial recourse management.

Un important step to face this challenge is to know the actual situation, although the main extent objective for our analysis, we address a global financial study from Spanish Public University Budgets (UPB). The number of Universities were very large and the analysis was for the Spanish Community.

**PALABRAS CLAVE:** Universidad, universidad.  
**KEY WORDS:** University, university.

## 1. EL PRESUPUESTO DE LA UNIVERSIDAD ESPAÑOLA

En el Cuadro 1 se muestra la estructura que se forma entre diferentes instituciones según las universidades a la hora de elaborar su presupuesto.