

UNIVERSIDADE DO ALGARVE
FACULDADE DE ECONOMIA

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

Dissertação para a Obtenção do Grau de Mestre em Finanças Empresariais

AUGUSTO JOSÉ PATRÍCIO RAMOS

FARO
2005



AUGUSTO JOSÉ PATRÍCIO RAMOS

FACULDADE DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DO ALGARVE

Orientador: Doutor Jacinto António Setúbal Vidigal da Silva

Data: 10 de Janeiro de 2005

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

Júri:

Presidente: Doutor Efigénio da Luz Rebelo

Vogais: Doutor Elísio Fernando Moreira Brandão

Doutor Jacinto António Setúbal Vidigal da Silva

Doutor Duarte Manuel Forjaz Pacheco Trigueiros

3454 T.

28 02 2005 61330 *

658.1

RAM*Ans

↓

Para:
Nidia, Ana, Alice e Helena,
com amor.

ÍNDICE GERAL

	Página
ÍNDICE DE TABELAS	vi
LISTA DE ABREVIATURAS.....	viii
AGRADECIMENTOS	ix
RESUMO.....	x
<i>ABSTRACT</i>	xii
1. INTRODUÇÃO.....	2
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	6
2.1. Introdução	6
2.2. A irrelevância da política de financiamento	8
2.3. Teoria do ponto óptimo entre capitais próprios e alheios.....	12
2.3.1. A abordagem “tradicional”	12
2.3.2 A teoria do efeito fiscal	17
2.3.2.1 O imposto sobre o rendimento das empresas	17
2.3.2.2 O imposto sobre o rendimentos das pessoas singulares	21
2.3.3 A teoria dos custos de falência	26
2.3.4 A teoria da agência	32
2.4. Teoria da informação assimétrica e da sinalização	40
2.5. Teoria do posicionamento estratégico	52
2.6. Síntese conclusiva.....	56
3. MÉTODOS DE INVESTIGAÇÃO.....	59
3.1. Recolha de dados	59
3.2. Representatividade da amostra	64
3.3. Caracterização da amostra	66
3.3. 1. Quanto à forma jurídica das sociedades:	66
3.3. 2. Quanto ao cumprimento de requisitos para admissão ao mercado de bolsa:	66
3.3. 3. Quanto à distribuição de resultados e outras informações:	68
3.3. 4. Quanto aos factores de natureza estratégica:	70
3.3. 5. Quanto ao perfil do respondente:.....	71
3.4. O processo de financiamento e a empresa como unidade de análise	74
4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	81

4.1. Análise dos resultados	81
4.1.1 O processo de decisão de financiamento	82
4.1.2 Recurso ao mercado primário de capitais	98
4.2. Discussão dos resultados	102
5. CONCLUSÃO	105
ANEXOS	109
Anexo I - Questionário	110
Anexo II - Cartas	115
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	118

ÍNDICE DE TABELAS

	Página
Tabela 3.1 – Taxa de resposta por tipo de sociedade inquirida.....	63
Tabela 3.2 – Estrutura da população e da amostra	64
Tabela 3.3 – Cumprimento de requisitos.....	67
Tabela 3.4 – Taxa de autonomia financeira.....	67
Tabela 3.5 – Taxa de dispersão do capital.....	68
Tabela 3.6 – Distribuição de resultados.....	68
Tabela 3.7 – Sociedades anónimas cotadas	69
Tabela 3.8 – Determinantes do recurso ao mercado de bolsa.....	70
Tabela 3.9 – Caracterização estratégica do investimento.....	71
Tabela 3.10 - Formação académica do respondente.....	72
Tabela 3.11 – Antiguidade na empresa	73
Tabela 4.1 – Critério utilizado na escolha das fontes de financiamento	82
Tabela 4.2 – Distribuição por forma jurídica da sociedade.....	83
Tabela 4.3 – Ordem de preferência das fontes de financiamento.....	84
Tabela 4.4 – Ordem de preferência por forma jurídica de sociedade.....	85
Tabela 4.5 – Ordem de preferência das sociedades cotadas em mercado de bolsa.....	86
Tabela 4.6 – Determinantes da emissão de dívida.....	88
Tabela 4.7 – Determinantes da emissão de capital social.....	89
Tabela 4.8 – Avaliação das decisões de financiamento.....	90
Tabela 4.9 – Métodos de avaliação utilizados.....	91
Tabela 4.10 – Métodos de avaliação utilizados – sociedades cotadas.....	92
Tabela 4.11 – Financiamento em moeda estrangeira	93
Tabela 4.12 – Cobertura de riscos financeiros	94
Tabela 4.13 – Tipo de riscos cobertos	95
Tabela 4.14 – Produtos financeiros para cobertura	96
Tabela 4.15 – Produtos financeiros – empresas cotadas	96
Tabela 4.16 – Produtos financeiros – empresas não cotadas.....	97
Tabela 4.17 – Possibilidade de recurso ao mercado primário de capitais	99
Tabela 4.18 – Requisito – Taxa de dispersão do capital social	99
Tabela 4.19 – Factores determinantes para decisão de recurso ao mercado de bolsa ..	100

Tabela 4.20 – Factores determinantes para a exclusão de recurso ao mercado de bolsa	101
--	-----

LISTA DE ABREVIATURAS

CMPC	Custo médio ponderado do capital
EUA	Estados Unidos da América
FRA	<i>Forward rate agreement</i>
IRS	<i>Interest rate swap</i>
R_{aji}	Resultados antes de juros e impostos
RE	Resultado bruto de exploração
RN	Resultado líquido de exploração
SPSS	Statistics Package for Social Sciences
VAL	Valor actualizado líquido

AGRADECIMENTOS

Embora o planeamento e elaboração duma tese constitua um acto quase solitário, esse não será possível sem a colaboração e intervenção de diversas pessoas e instituições, em relação às quais desejo demonstrar o meu profundo e sincero agradecimento.

Ao meu professor e amigo, Professor Doutor Jacinto Vidigal da Silva, pelos incentivos à realização do estudo, pela orientação e contributos que soube introduzir em todas as fases e, sobretudo, pela paciência demonstrada.

Ao Departamento de Gestão de Empresas da Universidade de Évora, pelo apoio logístico prestado na remessa do questionário. Neste âmbito destaco o contributo dado pelo Dr. Nuno Amaral.

Aos colegas de profissão e aos docentes que contribuíram para a verificação e testes realizados ao questionário.

Aos meus pais e amigos que me apoiaram em mais esta etapa.

Finalmente, em especial, para a minha esposa – sem a sua participação activa e, muitas vezes crítica, esta dissertação nunca teria sido realizada – e para as minhas filhas, Ana, Alice e Helena, pela paciência que tiveram e pelo apoio que não lhes dei, numa fase em que elas mais necessitavam. Espero que, para todas, este trabalho venha a constituir motivo de orgulho.

RESUMO

A decisão de financiamento tem originado vasto interesse científico e a produção de teorias centradas, fundamentalmente, ao nível dos critérios de decisão. Considerando as características do mercado Português e o contexto que envolve o acesso ao financiamento pelas empresas, estudou-se o processo de decisão de financiamento utilizado pelas maiores empresas que operam em Portugal, constituído pela escolha do critério utilizado na decisão de financiamento, pela selecção das fontes, pela avaliação das decisões de financiamento e pela prática de cobertura de riscos financeiros. Estudou-se, também, o perfil das empresas que pretendem recorrer ao mercado primário de títulos e os efeitos dos requisitos e das exigências inerentes ao processo de admissão.

Procedeu-se à remessa de questionário directo a 425 empresas que operam em Portugal, não pertencentes ao sector financeiro, nas quais se inclui as maiores empresas, por volume de negócios, reportado ao exercício de 2001, que integram a edição “Publico 500” e todas as empresas cotadas em mercado de valores mobiliários. Obteve-se a taxa de resposta de 44,71%, sendo o tratamento dos dados efectuado com recurso à estatística descritiva.

Os resultados obtidos, no que respeita aos critérios utilizados na escolha das fontes de financiamento, confirmam estudos anteriores realizados em Portugal e sugerem a existência de harmonização a nível internacional. Assim, os resultados evidenciaram a predominância da hierarquia das fontes de financiamento sobre o critério que defende a existência dum ponto óptimo entre capitais próprios e alheios. Existe o recurso à prática sistemática de avaliação das fontes de financiamento, com predominância de utilização

de métodos financeiros e de cobertura de riscos financeiros associada ao grau de sofisticação da gestão. Por outro lado, os resultados evidenciaram a falta de interesse pela procura de capitais próprios com recurso ao mercado primário de títulos e dificuldades no cumprimento dos requisitos de admissão a esse mercado.

Palavras Chave: Processo de financiamento; avaliação das decisões de financiamento; cobertura dos riscos financeiros; critérios de financiamento; estrutura de capitais

ABSTRACT

The financing decision originates a vast scientific interest particularly for theories based on the decision criteria level. Considering the characteristics of the Portuguese market and the context that the access of the enterprise financing, the process of financial decision used for the biggest companies who operate in Portugal was studied. Criteria for financial decision was selected, particularly attending the selection of financing sources, evaluation of financing decisions and practical of hedging. It was also studied, also, the profile of the companies that intend to appeal the primary stock market and the effect of the inherent requirements to the admission process.

A direct questionnaire was sent to 425 companies operating in Portugal that don't belong to the financial sector, where the biggest companies were included, by volume business-oriented reported to the 2001 exercise, that appear on the "Publico 500" edition and all the companies quotation in securities. The reply percentage was 44,71% and the data treatment was made with resource to the descriptive statistics.

The obtained results, respecting to the criteria used in the choice of the financing sources, confirm previous studies carried out in Portugal and propose the existence of harmonisation at international level. Thus, the results have evidenced the predominance of Pecking order on the criterion that defends the existence of static trade-off. The resource to practical systematic of evaluation of financing sources, does exist, with predomination of hedging for financial risks associated to the high degree of managements sophistication. On the other hand, the results have evidenced the lack of

interest for the search of equity with resource to the primary stock market and difficulties in the fulfilment of admission requirements to this market.

Key-words: Financing process; financing decisions evaluation; hedging; financing criteria's; capital structure

1. INTRODUÇÃO

Uma das grandes metas que se coloca aos gestores das empresas consiste na criação de valor. Compete-lhes encontrar respostas, a problemas específicos, no sentido de valorizar a participação dos accionistas na empresa (Brealey e Myers, 1988).

A formação de valor assenta sobre um conjunto de decisões estratégicas, que conduzem à alteração da dimensão, através de ganhos na quota de mercado e/ou diversificação para novos negócios, e de decisões operacionais conducentes, nomeadamente, à optimização das condições de funcionamento e à gestão do fundo de mancio funcional da empresa. Todas essas decisões são acompanhadas de uma outra, de complexidade equivalente, que se traduz na necessidade obtenção de fundos para financiamento das actividades operacionais – operações de tesouraria – e das actividades de investimento – operações de capital.

“As operações de tesouraria visam gerir as disponibilidades e quase – disponibilidades, bem como assegurar a cobertura financeira a curto prazo no caso de insuficiência dessas disponibilidades” (Neves, 1989). Por outro lado, as operações de capital conduzem à obtenção de fundos para o financiamento dos recursos estáveis e vão ter repercussões sobre a estrutura de capitais da empresa. Todas essas decisões vão ter reflexos sobre a rendibilidade e o risco associados à empresa e sobre a formação de valor.

Por outro lado, a materialização do financiamento decorrente dessas decisões vai conduzir à combinação de formas de financiamento, que se traduzem na utilização de:

recursos próprios ou internos ou lucros retidos; recursos externos via endividamento ou capitais alheios; e, recursos externos por meio de emissão de acções ou capitais próprios (Junior e Melo, 1999), que vai determinar a composição da estrutura de capitais das empresas.

O processo de financiamento como determinante da estrutura de capitais tem sido objecto de vasto estudo teórico e até de alguma controvérsia. Porém, foi com o surgimento do estudo de Modigliani e Miller, no ano de 1958, que se criaram os fundamentos da moderna teoria financeira.

A importância da decisão de financiamento tem originado vasto interesse científico e a produção de teorias centradas, fundamentalmente, ao nível dos critérios de decisão, as quais, progressivamente, se foram aproximando do verificado empiricamente. Ao invés das teorias que fundamentavam a determinação da estrutura de capitais das empresas com base na determinação dum ponto óptimo entre capitais próprios e capitais alheios, as observações empíricas evidenciavam que a prática das decisões de financiamento centrava-se, fundamentalmente, ao nível da hierarquia das fontes.

Considerando, para a realidade Portuguesa, o contexto que envolve o acesso ao financiamento pelas empresas e que se pode resumir, nomeadamente, pela existência: de estrutura empresarial caracterizada, predominantemente, por empresas de tipo familiar; dum mercado de capitais ineficiente; e, de custos de transacção e de pressão fiscal sobre os rendimentos das empresas e das pessoas, com a presente dissertação estuda-se o processo de financiamento utilizado pelas maiores empresas que operam em Portugal, não pertencentes ao sector financeiro.

O estudo inclui a análise do processo de decisão de financiamento, desde a escolha do critério utilizado para apoio à decisão, passando pela selecção das fontes, avaliação das decisões e cobertura dos riscos financeiros. Pretende-se, assim, conhecer:

- quais os critérios utilizados para a avaliação e concretização das decisões de financiamento;
- se existem práticas de cobertura de riscos financeiros associadas às decisões de financiamento;
- se existe procura de capitais próprios nas empresas;
- o perfil das empresas que pretendem recorrer ao mercado primário; e,
- quais os efeitos dos requisitos e das exigências inerentes ao processo de admissão sobre a decisão de recurso ao mercado primário de títulos.

De forma idêntica ao que se verificou a nível internacional, em Portugal os estudos sobre a área em análise incidiram, fundamentalmente, sobre o critério de decisão de financiamento e sobre os factores determinantes da estrutura de capitais.

O presente estudo, ao abordar todo o processo de financiamento, assume relevância teórica e empírica e visa contribuir para a determinação dos factores críticos inerentes a essas decisões e, por essa via, para a utilização de soluções de financiamento e de gestão de riscos financeiros adequadas e, ainda, para incentivar a elaboração de estudos complementares e alternativos sobre esta área de conhecimento.

A dissertação encontra-se organizada em cinco capítulos. A seguir à presente introdução, realiza-se a revisão bibliográfica, na qual se apresenta, de forma sucinta, as

teorias relacionadas com a decisão de financiamento, como determinante da estrutura de capitais das empresas. Esta centra-se, fundamentalmente, no enquadramento teórico e na apresentação dos resultados de estudos anteriores, sobre a área em análise, tendo como preocupação central enquadrar teoricamente todo o processo de financiamento e as variáveis a ele subjacentes.

Com o terceiro capítulo procede-se à apresentação dos métodos utilizados para a investigação. O capítulo inclui: a apresentação dos procedimentos relacionados com a elaboração do questionário e as limitações inerentes ao mesmo como método de investigação; os procedimentos relacionados com a recolha dos dados, os testes efectuados para verificar a representatividade da amostra e, a caracterização dessa amostra. Finalmente, procede-se à descrição dos aspectos de natureza instrumental que materializam o processo de financiamento, o qual é utilizado como unidade de análise.

No quarto capítulo analisam-se os resultados na óptica da resposta aos objectivos definidos para a dissertação, cuja discussão permite evidenciar as práticas utilizadas pelas empresas relativas às decisões de financiamento.

No quinto capítulo, apresenta-se as conclusões dos principais resultados do estudo.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1. Introdução

Com o presente capítulo pretende-se fazer a apresentação das principais teorias relacionadas com o processo de decisão de financiamento, como determinante da estrutura de capitais, que serviram de suporte à investigação realizada.

Assentando no pressuposto da perfeição dos mercados de capitais, Modigliani e Miller (1958), defenderam a irrelevância da estrutura de capitais, e das decisões de financiamento, para o valor das empresas. Porém, face à discrepância existente entre essa corrente teórica e a observação empírica, foram-se derrogando alguns pressupostos da teoria inicial e, a partir daí, foram surgindo outras correntes de estudo sobre os determinantes da estrutura de capitais e do valor da empresa, as quais são agrupáveis em três correntes de investigação.

A primeira, com fundamentação teórica elaborada, defende a existência do ponto óptimo (ou equilíbrio) entre capitais próprios e alheios, associado à relação custo/benefício de cada fonte. A conceptualização desta corrente assenta num conjunto de teorias sobre a estrutura de capitais.

A partir do estudo de Modigliani e Miller (1958) e Modigliani e Miller (1963), foram introduzidos vários factores, como o efeito de vários tipos de benefícios e de custos sobre essa estrutura tendo em vista explicar, por um lado, os benefícios da utilização de

capitais alheios para a formação do valor da empresa e, por outro lado, a sua utilização limitada, verificada empiricamente.

Constituem exemplos destas teorias os estudos de: Solomon (1963) em que assentou a abordagem tradicional da estrutura de capitais; Modigliani e Miller (1963) que se traduziu na teoria do efeito fiscal dos impostos sobre os rendimentos empresariais; Miller (1977) que introduziu o efeito da tributação das pessoas singulares; Robichek e Myers (1966), Kraus e Litzenberger (1973), Scott (1976), Kim (1978), Warner (1977) e Haugen e Senbet (1978) que introduziram o efeito dos custos de falência; e, Jensen e Mecking (1976), Myers (1977), Jensen (1986), Harris e Raviv (1990) e Sultz (1990) que introduziram o efeito dos custos de agência.

A segunda, que se consubstancia no efeito da informação assimétrica e da sinalização sobre a estrutura de capitais, tem como corrente principal a defesa que o processo de financiamento obedece a uma selecção hierárquica das fontes de financiamento e, portanto, não assenta na determinação dum ponto óptimo entre capitais próprios e alheios. Constituem exemplos desta corrente, conhecida pela teoria do *Pecking order*, os estudos de: Donaldson (1961); Ross (1977); Leland e Pyle (1977); de Myers (1984); e, Myers e Majluf (1984).

Por último, a corrente que está fundamentada no posicionamento estratégico da empresa e na escolha dos recursos a utilizar, para a qual se destacam os estudos de: Williamson (1988); Balakrishnan e Fox (1993); e, Harris e Raviv (1991).

2.2. A irrelevância da política de financiamento

Em 1958 Franco Modigliani e Merton Miller, no artigo denominado “*The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*” estudaram o tratamento teórico da estrutura de capitais (Junior e Melo, 1999). Baseando-se em determinados pressupostos, estes autores defenderam que o valor da empresa não é influenciado pela estrutura de capitais, resultado que permite concluir que a política de financiamento adoptada é irrelevante para o valor das empresas.

De acordo com Matias (2000), os pressupostos implícita ou explicitamente utilizados para o modelo foram os seguintes:

- existência de mercados de capitais eficientes, sem custos de transacção e com títulos infinitamente divisíveis;
- inexistência de impostos;
- o resultado esperado antes de juros e impostos é descrito como uma variável aleatória, sujeita a uma distribuição de probabilidade subjectiva e constitui uma perpetuidade de termo constante (o crescimento esperado do resultado é nulo);
- todas as empresas podem ser agrupadas em classes de rendimento/risco equivalentes e emitir dois tipos de títulos: obrigações (títulos de dívida sem risco); e, acções (títulos representativos do capital próprio);
- possibilidade de financiamento ou aplicação de poupanças à taxa de juro sem risco;
- inexistência de custos associados à falência ou insolvência; e,
- existência da teoria da agência, em que as práticas dos gestores visam maximizar a riqueza dos accionistas.

Com base nesses pressupostos, Modigliani e Miller (1958), estabeleceram duas proposições:

Proposição I: o valor da empresa é independente da estrutura de capitais e determinado pela capitalização dos rendimentos esperados a uma taxa apropriada à classe de risco a que a empresa pertence ou, “o valor da empresa endividada é igual ao da empresa não endividada” (Ross *et al.*, 1998). Os autores demonstraram, que o valor dum empresa depende exclusivamente dos rendimentos gerados pelos seus activos e, em consequência, o custo médio ponderado do capital é independente da estrutura de capitais da empresa e igual entre empresas pertencentes à mesma classe de risco. Para defenderem esta tese os autores exemplificaram que, caso o valor de mercado dum empresa que recorreu a capitais alheios fosse superior ao de outra que apenas recorreu a capitais próprios, então os investidores racionais contrairiam empréstimos, nas mesmas condições, para adquirirem acções em empresas não endividadas. Essa substituição é conhecida por “endividamento por conta própria” (Ross *et al.*, 1998). Assim, a política de financiamento era irrelevante para a determinação do valor da empresa.

Proposição II: a rendibilidade exigida pelos detentores dos capitais próprios aumenta com o endividamento. Ao adquirir acções dum empresa endividada o investidor exige a taxa de rendibilidade da empresa não endividada, adicionada dum prémio de risco. Então, os investidores vão exigindo uma rendibilidade superior à medida que o rácio de endividamento (medido pela relação entre dívida e capitais próprios) da empresa aumenta. O aumento da rendibilidade esperada é compensado pelo aumento do risco e, portanto, da taxa de rendibilidade exigida pelos accionistas (Brealey e Myers, 1988).

“Tendo por base as proposições I e II, Modigliani e Miller (1958), apresentaram uma terceira proposição para definir uma regra para a optimização da política de investimento” (Matias, 2000).

Com essa proposição definiram que a taxa de rendibilidade exigida num projecto de investimento deve ser igual ou superior à taxa de rendibilidade exigida para empresas não endividadas, pertencentes à mesma classe de risco, e independente do financiamento do investimento.

Para Modigliani e Miller (1958), o valor de mercado duma empresa não é afectado pela decisão de financiamento, mas pela estrutura dos activos resultante da decisão de investimento, existindo independência entre esses dois tipos de decisão.

Por outro lado, Modigliani e Miller (1958), defenderam a proporcionalidade directa entre o recurso ao endividamento e o prémio de risco exigido pelos accionistas, que se traduz no aumento das taxas de rendibilidade exigidas. Porém, dado que os accionistas captavam recursos no mercado¹ com a mesma facilidade e ao mesmo preço, era desnecessário incorrer em risco adicional resultante da aquisição de acções de empresas endividadas (financiamento indirecto). Assim, o efeito financeiro de alavanca não tinha qualquer implicação sobre a riqueza dos accionistas (Brealey e Myers, 1988).

Para Modigliani e Miller (1958), seria indiferente para o valor da empresa que essa se financiasse apenas com capitais alheios ou, apenas com capitais próprios. No limite, o

¹ Este facto baseou-se na existência de mercados perfeitos; porém de acordo com Brealey e Myers (1988), os defensores da corrente tradicionalista opuseram-se a esse pressuposto argumentando que devido às imperfeições do mercado o financiamento a pessoas singulares traduzia-se na obtenção de taxas de juro, e outros encargos, mais elevados.

lado direito do balanço duma empresa seria constituído apenas por capitais alheios, sem que seu valor fosse afectado.

Pese embora a solidez conceptual apresentada, Modigliani e Miller (1958), concluíram que a decisão de financiamento era irrelevante, enquanto que, na prática, essa decisão parecia ser muito importante (Ross *et al.*, 1998).

Verificou-se discrepância entre os resultados obtidos por Modigliani e Miller (1958), e as práticas de financiamento, que se traduziam na utilização limitada de capitais alheios². Kim (1978), concluiu que, entre 1966 e 1970 nos Estados Unidos da América, as empresas não pertencentes ao sector financeiro financiaram-se em cerca de 2/3 com recurso a capitais próprios. Na prática, constatou-se que, ao contrário do que Modigliani e Miller (1958), afirmaram, a decisão de financiamento não era irrelevante.

Face à constatação da existência de discrepâncias entre a teoria de Modigliani e Miller (1958), e a observação empirica, surgiram múltiplas explicações para a inconsistência teórica do modelo, entre as quais: o facto da teoria assentar no pressuposto da existência de mercados eficientes e sem custos de transacção; e, a não consideração dos custos de falência e de insolvência financeira e dos impostos sobre o rendimento.

Outros autores abordaram esta teoria, entre os quais se destaca: Durand (1959) que, de acordo com Brealey e Myers (1988), levantou questões que, à posteriori, Modigliani e Miller resolveram; Stiglitz (1969); e, Rubinstein (1973).

² Junior e Melo (1999) referiram, a esse respeito, que “as empresas usam níveis moderados de endividamento”.

2.3. Teoria do ponto ótimo entre capitais próprios e alheios

Em contraponto à abordagem de Modigliani e Miller (1958), que defendia a irrelevância das decisão de financiamento e da estrutura de capitais, surgiu a corrente baseada na existência do ponto ótimo entre capitais próprios e capitais alheios como forma de maximização do valor da empresa.

De acordo com esta abordagem, o ponto ótimo resulta da combinação entre capitais próprios e capitais alheios que, por um lado permite a minimização dos custos de financiamento, dos custos de insolvência ou falência e dos custos de agência e, por outro, a maximização do benefício fiscal resultante da dedutibilidade dos juros referentes à utilização do capitais alheios.

2.3.1. A abordagem “tradicional”

Antes do estudo de Modigliani e Miller (1958), já existiam ideias formadas sobre a política de financiamento e a estrutura de capitais³. Porém, como referiram Brealey e Myers (1988), em resposta à teoria de Modigliani e Miller, surgiu a abordagem “tradicional” assente na combinação entre capitais próprios e alheios que minimiza o custo médio ponderado do capital (CMPC) e que, em consequência, maximiza o valor de mercado da empresa.

³ Brealey e Myers (1988) referiram que não é fácil dizer o que pensavam os gestores financeiros sobre a política de endividamento, “porque retrospectivamente verificamos que não tinham uma ideia muito clara”.

Para Matias (2000), esta abordagem limitava-se a descrever as práticas de financiamento assumidas pelos gestores financeiros, carecia de suporte teórico e não se baseava em qualquer modelo formal.

Esta abordagem, que se aproximava mais da evidência empírica, embora não assumisse mercados eficientes, assentava, de acordo com Van Horne (1998), nos seguintes pressupostos, semelhantes aos da teoria de Modigliani e Miller (1958):

- inexistência de impostos sobre o rendimento;
- inexistência de custos de transacção, de falência e de insolvência financeira das empresas;
- o resultado da empresa era considerado como renda perpétua de termos constantes;
- expectativas homogéneas por parte dos investidores relativamente à distribuição de probabilidade dos resultados esperados; e,
- distribuição dos resultados gerados pela empresa.

Os defensores desta teoria defendiam a existência de dois métodos para calcular o valor da empresa. O primeiro, denominado de método RN, consistia na actualização dos resultados líquido de exploração; o segundo, denominado de método RE, consistia na actualização dos resultados operacionais brutos de exploração.

Pela utilização do método RN, o valor de mercado duma empresa obtinha-se pela actualização dos resultados líquidos da empresa, isto é, o resultado operacional depois de juros, a uma taxa de actualização correspondente ao rendimento esperado para o capitais próprios e, ao resultado daí obtido, adicionava-se o valor de mercado da dívida.

Esta abordagem assumia que o custo dos capitais próprios era superior ao custo dos capitais alheios e, que este, não era influenciado pelo nível de endividamento da empresa (medido pela relação entre capitais alheios e capitais próprios). O custo médio ponderado do capital diminuía à medida que aumentava o nível de endividamento, pela alteração da relação entre capitais alheios e capitais próprios. Assim, o valor da empresa aumentava com a utilização de capitais alheios, da qual ia resultar a aproximação entre o custo médio ponderado do capital e o custo dos capitais alheios; por conseguinte, esse valor era maximizado quando a empresa se financiava exclusivamente com capitais alheios.

Para o método do RE, o valor dos capitais próprios da empresa obtinha-se pela actualização do resultado operacional bruto a uma taxa correspondente ao custo médio ponderado do capital, subtraído do valor de mercado dos capitais alheios. O custo médio ponderado do capital não se alterava face a oscilações no nível de endividamento pois, o aumento do custo do capital (linearmente em função do aumento do nível de utilização de dívida) era compensado pela maior utilização de capitais alheios. Assim, o valor de mercado da empresa era independente da estrutura de capitais e não se verificava, através deste método, a existência duma estrutura óptima de capitais.

Suárez (1995), considerou que a abordagem tradicional defendia a existência do nível óptimo de utilização de capitais alheios, que minimizava o custo médio ponderado do capital e maximizava o valor de mercado da empresa. Esta posição situou-se entre os dois métodos acima apresentados e constatou que a decisão de financiamento não era irrelevante para a determinação do valor da empresa e, dado que o custo dos capitais

alheios era inferior ao custo do capitais próprios, o valor da empresa endividada era superior ao valor da empresa não endividada.

Portanto, o valor da empresa variava positivamente com o nível de endividamento utilizado, até atingir a relação ótima entre capitais alheios e capitais próprios, que minimizava o custo médio ponderado do capital e maximizava o valor da empresa. Para Solomon (1963), esse ponto ótimo não era fácil de definir e ocorria com níveis de utilização de capitais alheios inferiores a 100% do ativo total.

Considerando: C_A como valor dos capitais alheios; A como valor do ativo; C_P como valor de mercado do capitais próprios; r_o como o custo do capitais próprios; e, r_b como o custo dos capitais alheios, o custo médio ponderado do capital era representado pela seguinte formula:

$$CMPC = C_A/A \times r_b + C_P/A \times r_o^4 \quad (1)$$

Outra fórmula de cálculo do CMPC consistia em dividir os resultados operacionais pelo valor de mercado de todos os títulos. Para Brealey e Myers (1988), tudo o que aumentava o valor da empresa reduzia o CMPC, desde que os resultados operacionais fossem constantes.

Assim, segundo Solomom (1963), a determinação da estrutura ótima de capitais obedecia a três etapas:

1. até determinado nível de recurso ao endividamento, o custo dos capitais alheios permanecia estável. Porém, o aumento do endividamento, induzia o aumento do risco percebido pelos accionistas e, conseqüentemente, o aumento do custos dos

⁴ Esta formula apenas é válida considerando a inexistência de impostos

capitais próprios. Dado que o custo dos capitais alheios era inferior ao custo dos capitais próprios, o custo médio ponderado do capital ia decrescendo e, conseqüentemente, o valor da empresa ia aumentando;

2. no nível óptimo de endividamento o prémio do risco exigido pelos accionistas igualava a vantagem relativa da utilização do endividamento; neste ponto o CMPC era minimizado e o valor da empresa maximizado; e,
3. a partir do nível óptimo de endividamento o valor de mercado da empresa diminuía em contrapartida da utilização adicional de dívida, devido ao acréscimo do prémio do risco exigido pelos accionistas superar a vantagem relativa de utilizar mais endividamento, isto é: incrementos no endividamento provocavam a subida do CMPC.

Tal como a teoria de Modigliani e Miller (1958), esta abordagem assentou em alguns pressupostos pouco realistas, os quais comprometeram os seus fundamentos. Para Brealey e Myers (1988), a maximização do valor da empresa só seria equivalente à minimização do CMPC se os resultados operacionais fossem independentes da estrutura de capitais. Na prática, o efeito financeiro de alavanca poderia ter implicações sobre a variabilidade desses resultados e, portanto, a maximização do valor da empresa nem sempre seria equivalente à minimização do CMPC.

2.3.2 A teoria do efeito fiscal

2.3.2.1 O imposto sobre o rendimento das empresas

Decorrente das limitações apontadas à teoria de Modigliani e Miller (1958), estes autores, em 1963, reconheceram o efeito do imposto sobre o rendimento na decisão de financiamento das empresas.

Para Modigliani e Miller (1963), dado que, ao contrário do que ocorre com os resultados distribuídos aos accionistas, os encargos financeiros são considerados como custo para efeitos fiscais, da utilização de capitais alheios resulta um benefício fiscal constituído pelo produto da taxa de imposto pelo valor dos juros, o qual contribui positivamente para o valor de mercado da empresa. Assim, quanto maior for o valor de activos financiados por capitais alheios, maior o valor de mercado da empresa.

Partindo dos pressupostos de: tributação dos resultados após juros a uma taxa de imposto constante (T_c); inexistência de custo de transacção; e, igualdade entre a taxa de juro praticada sobre as empresas e sobre os particulares, Modigliani e Miller (1963), corrigiram as proposições I e II apresentadas na teoria da irrelevância das decisões de financiamento.

Proposição I: com a consideração dos impostos, o valor de mercado duma empresa é igual ao valor dessa empresa, apenas financiada com capitais próprios, adicionado do valor actual dos benefícios fiscais resultantes da utilização de capitais alheios, o qual se representa pela seguinte expressão:

$$V_E = V_U + T_c C_A \quad (2)$$

$$e, V_U = [R_{aji} (1 - T_c)] / r_o \quad (3)$$

Em que: V_E representa o valor de mercado da empresa; V_U o valor da empresa financiada apenas com capitais próprios; R_{aji} os resultados antes de juros e impostos; e , r_o a taxa de actualização a aplicar pelo mercado a uma empresa, de determinada classe, não endividada (custos dos capitais próprios).

Para Modigliani e Miller (1963), o ordenamento fiscal dos Estados Unidos da América (EUA), ao considerar os juros dedutíveis para efeitos fiscais e ao não considerar os resultados distribuídos, permite que o rendimento dos obrigacionistas não seja abrangido pela tributação ao nível da empresa. Assim, a empresa recorrendo ao processo de substituição de capitais próprios por capitais alheios (nomeadamente, empréstimos obrigacionistas), poderia elevar o valor actual dos benefícios fiscais decorrentes da utilização de dívida e, em consequência, elevar o seu valor de mercado. No limite, o valor máximo duma empresa ocorreria com o valor do activo integralmente financiado por capitais alheios.

Por outro lado, com a introdução dos efeitos fiscais, o CMPC, traduzido pela expressão (4), diminuía com o aumento do endividamento.

$$CMPC = C_A/A \times r_b \times (1 - T_c) + C_P/A \times r_o \quad (4)$$

Proposição II: com a consideração dos impostos, continua a ser válida a relação existente entre o rendimento esperado pelos detentores de capitais próprios e o grau de endividamento da empresa, a qual se representa pela seguinte expressão:

$$r_s = r_o + C_A/C_p (r_o - r_b) (1 - T_c) \quad (5)$$

em que: r_s representa o rendimento esperado pelos detentores de capitais próprios.

Dado que o nível de risco associado aos capitais próprios era superior ao associado ao capitais alheios, então $r_o > r_b$, o que, face a um aumento de endividamento (C_A), originava um crescimento do rendimento esperado pelos detentores dos capitais próprios (r_s).

Com a correcção introduzida pela consideração dos impostos sobre os rendimentos empresariais, Modigliani e Miller (1963), ao defenderem que a decisão de financiamento era relevante para o valor da empresa e que este era maximizado através da minimização do CMPC, aproximaram-se do método RN da abordagem tradicional (Suárez, 1995), embora assentando em pressupostos diferentes.

Assim, enquanto que para os tradicionalistas o CMPC era minimizado através do efeito de alavanca financeira, para Modigliani e Miller (1963), esse efeito resultava da maximização dos benefícios fiscais resultantes da utilização de capitais alheios, produzidos pela consideração dos juros como custo fiscal. Por outro lado, enquanto para os tradicionalistas o valor máximo da empresa ocorria num ponto óptimo entre o financiamento com capitais próprios e com capitais alheios, para Modigliani e Miller (1963), esse valor poderia ocorrer com a totalidade do valor do activo financiado com capitais alheios.

“A tese defendida por Modigliani e Miller (1963), não encontra sustentação na realidade” (Matias, 2000). Os próprios autores alertaram para o facto da existência do benefício fiscal derivado do endividamento não significar que as empresas deviam permanentemente utilizar a totalidade de capitais alheios na sua estrutura de capitais (Modigliani e Miller, 1963)⁵.

Existem limitações à utilização de capitais alheios não contempladas por Modigliani e Miller (1963), nomeadamente:

- a um aumento do financiamento com capitais alheios, para níveis excessivos, corresponde um acréscimo de risco financeiro associado à estrutura de capitais e, em contrapartida a possibilidade de ocorrência de falência ou de insolvência financeira;
- o acréscimo de risco financeiro derivado de endividamento excessivo conduz a que os credores exijam taxas de juro mais elevadas;
- o benefício fiscal, total ou parcial, decorrente da utilização de dívida ocorre apenas com R_{aji} positivos, pelo que, ao contrário do previsto por Modigliani e Miller (1963), esse benefício é incerto.

Ao contrário do que pretendiam Modigliani e Miller (1963), a introdução do imposto sobre o rendimento das empresas, não eliminou as divergências entre a tese defendida pelos autores e o observado empiricamente. Para Miller (1988), as proposições de Modigliani e Miller, ajustadas ao imposto sobre o rendimento, originaram maior controvérsia que a original teoria da irrelevância das decisões de financiamento.

⁵ No texto original, “...the existence of a tax advantage for debt financing ... does not necessarily mean that corporations should all times seek to use the maximum possible amount of debt in their capital structures”

2.3.2.2 O imposto sobre o rendimentos das pessoas singulares

As divergências entre as formulações teóricas e a evidência empírica respeitante às decisões de financiamento e à quantidade de capitais alheios utilizado para financiar os activos, conduziram Miller (1977), a introduzir o efeito conjunto da tributação sobre as pessoas singulares e das empresas, num estudo em que analisou a política de endividamento das empresas à luz do ordenamento fiscal dos EUA. A formulação decorrente desse estudo induziu “a que o objectivo das empresas fosse o de minimizar o valor actual de todos os impostos pagos sobre os resultados ou, por outro lado, planear a sua estrutura de capitais de modo a maximizar os resultados depois de impostos” (Brealey e Myers, 1988).

Miller (1977), recorreu implícita ou explicitamente aos seguintes pressupostos:

- taxas de imposto sobre rendimento de pessoas singulares progressivas e taxas de imposto sobre rendimentos empresariais constantes e idênticas para todas as empresas;
- diferenciação entre as taxas de imposto sobre os juros pagos aos obrigacionistas (T_{pb}) e sobre os rendimentos dos accionistas (T_{ps}); por outro lado, em virtude da possibilidade de diferimento do imposto sobre as mais valias, $T_{ps} = 0$;
- inexistência de risco sobre a dívida emitida;
- os juros eram o único custo associado ao endividamento; isto é, não existiam comissões bancárias e outros custos acessórios; e,
- distribuição da totalidade dos resultados;

Para Miller (1977), com a introdução do efeito do imposto sobre o rendimento das pessoas singulares, o valor duma empresa endividada passa a representar-se por:

$$V_E = V_U + G_L \quad (6)$$

Em que G_L representa o benefício fiscal decorrente da utilização do capitais alheios e formula-se por:

$$G_L = [1 - ((1 - T_c) \times (1 - T_{ps})) / (1 - T_{pb})] \times C_A. \quad (7)$$

Esta parcela, consoante os valores definidos para as taxas de imposto, representa três situações diferentes:

- caso se considerasse a inexistência de impostos apresentada na tese inicial de Modigliani e Miller (1958), $T_C = T_{ps} = T_{pb} = 0$, então o benefício fiscal derivado da utilização de dívida seria inexistente, o que representava a proposição I da tese inicial destes autores ($V_E = V_U$);
- caso a taxa de imposto sobre os juros pagos aos obrigacionistas fosse igual à dos rendimentos dos accionistas, $T_{pb} = T_{ps}$, então $G_L = T_c \times C_A$, o que correspondia ao benefício fiscal decorrente da utilização de capitais alheios apresentado na tese de Modigliani e Miller (1963); e,
- numa situação de equilíbrio representada pela condição $(1 - T_{pb}) = (1 - T_c) \times (1 - T_{ps})$, a utilização de endividamento seria irrelevante para o valor da empresa.

No quadro conceptual de Miller (1977), o efeito de alavanca resultante da consideração de impostos devia ser estudado, conjuntamente, para a empresa, para os accionistas e

para os obrigacionistas. Em situação de equilíbrio, em que a taxa de imposto sobre os rendimentos das empresas iguala a taxa de imposto sobre o rendimento dos obrigacionistas⁶, o benefício que as empresas auferiam pela utilização de capitais alheios seria completamente absorvido pelo custo fiscal suportado pelos detentores de obrigações, pelo que o endividamento tinha um efeito neutro sobre a estrutura de capitais das empresas.

Miller (1977), recorreu ao efeito de clientela (*Clientele effect*) para explicar a irrelevância da política de endividamento para o valor das empresas. Baseado na progressividade do imposto sobre os rendimentos das pessoas singulares, Miller (1977), considerou que investidores sujeitos a taxas de imposto superiores às suportadas pelas empresas seriam atraídos para investir em empresas com baixos níveis de endividamento. As empresas com níveis de endividamento mais elevados tenderiam a atrair investidores sujeitos a taxas de imposto mais reduzidas. As empresas deixariam de emitir dívida quando a taxa de imposto suportada pelos investidores fosse igual à taxa de imposto suportada pela empresa. Assim, enquanto existissem investidores com taxas de impostos diferentes, existiam várias políticas ótimas de endividamento, que satisfaziam as diferentes clientelas.

Por outro lado, Miller (1977), defendeu que a irrelevância da política de endividamento não se verificava ao nível do sector. Assim, o ponto óptimo de endividamento ao nível do sector dependia da taxa marginal de imposto sobre os rendimentos de cada empresa e dos fundos disponíveis pelos vários investidores individuais, pertencentes a diferentes escalões de rendimento, logo sujeitos a diferentes taxas de imposto. Nestas condições, à

⁶ realça-se que, como pressuposto do estudo, a taxa de imposto sobre os rendimentos dos accionistas é nula.

medida que uma empresa ia aumentando o seu nível de endividamento conduziria, através da oferta dum taxa de juro mais elevada, a que os investidores trocassem acções por obrigações até que o benefício fiscal decorrente da utilização de capitais alheios, ao nível da empresa, igualasse o valor do imposto suportado ao nível particular; isto é, até que $(1 - T_{pb}) = (1 - T_c) \times (1 - T_{ps})$.

Do modelo de Miller (1977), extraíram-se as seguintes conclusões:

- em equilíbrio, a política de endividamento era irrelevante para o valor da empresa, logo não existia relação óptima entre capitais próprios e alheios que maximizava o valor da empresa;
- no que concerne a sectores de actividade, em equilíbrio, existia uma relação óptima entre capitais próprios e alheios agregada para cada sector;
- a progressividade das taxas de imposto sobre os rendimentos das pessoas singulares e a diferenciação relativamente às taxas de imposto sobre os rendimentos empresariais, geravam o efeito de clientela;

O modelo de Miller assentou em pressupostos pouco realistas, tais como: a inexistência de risco sobre a dívida emitida; a distribuição da totalidade dos resultados gerados pela empresa; excluiu a existência de custos associados à falência e à insolvência; e, a poupança fiscal proveniente de uma unidade adicional de endividamento não ser afectada pelo montante da dívida, ou seja, que “as empresas geram permanentemente resultados antes de juros e impostos suficientes para deduzir os juros na sua totalidade” (Matias, 2000).

Por outro lado, DeAngelo e Masulis (1980), defenderam que a existência de planeamento fiscal através da utilização das amortizações e reintegrações, crédito fiscal ao investimento e as contribuições para fundos de pensões, substitutos dos benefícios fiscais decorrentes da utilização de capitais alheios, era suficiente para eliminar a teoria da irrelevância da decisão de financiamento e, ainda, que o endividamento seria favorável caso os resultados antes de juros e impostos superassem o valor dos juros. Caso isto não acontecesse, o endividamento reduziria o valor da empresa.

Kim *et al* (1979), testaram a relação entre a política de endividamento das empresas e as taxas de imposto sobre os rendimentos de pessoas singulares, de forma a comprovarem o efeito de clientela, não tendo encontrado relação que suportasse o endividamento a partir desse efeito.

Apesar do contributo fornecido pelo estudo de Miller (1977), continuou a não se obterem explicações para as divergências entre as teses defendidas sobre a política de financiamento das empresas e a observação empírica. Este estudo continua a não explicar a relevância atribuída à decisão de financiamento bem como o facto das empresas limitarem o volume de financiamento com capitais alheios.

2.3.3 A teoria dos custos de falência

Uma das explicações encontradas para a utilização limitada de capitais alheios, consistiu na consideração dos custos de insolvência financeira e de falência para o valor das empresas.

Essa corrente foi defendida, entre outros autores, por: Robichek e Myers (1966); Kraus e Litzenberger (1973); Scott (1976); Warner (1977); Kim (1978); Haugen e Senbet (1978); e, Brennan e Schwartz (1978).

Segundo Brealey e Myers (1988), a insolvência financeira ocorre quando a empresa se confronta com dificuldades para honrar os compromissos financeiros assumidos com os credores. Por vezes, a insolvência financeira origina a falência da empresa. Dado que estas situações originam a ocorrência de custos associados, então o valor da empresa deve ser corrigido de forma a incorporar esses custos. Assim, o valor de mercado resultará do valor da empresa apenas financiada por capitais próprios adicionado do valor actual dos benefícios fiscais e subtraído do valor actual dos custos de falência.

Os custos de falência classificam-se em: custos directos, dos quais se destaca os custos legais com o processo de falência e os decorrentes da alienação dos activos, em hasta pública, por valores inferiores aos reais; e, custos indirectos resultantes dos efeitos na gestão originados pela percepção da situação pelos credores, pessoal, clientes, fornecedores, entre outros. Dessa percepção resulta, por exemplo, a aplicação de taxas de juro anormalmente elevadas pelos credores, a redução dos prazos de pagamento concedidos pelos fornecedores, a dificuldade na contratação e na manutenção dos

melhores quadros, atrasos nos recebimentos e procura de alternativas a empresa pelos clientes, e a dificuldade em efectuar novos investimentos devido à ausência de financiadores interessados.

Para os defensores desta teoria, a probabilidade de ocorrência de falência aumenta com os níveis de endividamento utilizados pela empresa.

Enquanto a empresa se financiar com níveis reduzidos de capitais alheios, a probabilidade de falência é reduzida e os custos associados são pouco significativos. O valor dos benefícios fiscais resultantes do endividamento supera os custos de falência, ocorrendo assim um aumento do valor de mercado da empresa.

Ao elevar os níveis de endividamento, a empresa vai incrementar o valor dos benefícios fiscais mas, também, dos custos de falência até ao ponto óptimo de endividamento, no qual o valor actual dos custos de falência iguala o dos benefícios fiscais resultantes da utilização de capitais alheios.

A partir desse ponto, a aumentos nos níveis de endividamento corresponde a redução do valor da empresa, em virtude dos custos de falência serem superiores (e crescerem a taxas superiores) em relação ao valor dos benefícios fiscais resultantes da utilização de capitais alheios.

Robichek e Myers (1966), defenderam que, não se verificando um ou mais pressupostos que conduzem à irrelevância das decisões de financiamento propostos por Modigliani e Miller, a gestão define um nível de capitais alheios que corresponde à maximização do

valor da empresa. Assim, pressupondo a inexistência de impostos considerada no modelo de Modigliani e Miller (1958), a partir de determinado nível de endividamento, o valor da empresa tenderá a diminuir, não existindo, portanto, um único ponto óptimo de endividamento. Considerando a existência de imposto, introduzido no modelo de Modigliani e Miller (1963), o valor da empresa aumentará com a utilização de capitais alheios até determinado ponto, pela via dos benefícios fiscais resultantes da utilização de capitais alheios. A partir desse ponto, em que se consideram os níveis de endividamento anormalmente elevados, o valor da empresa reduz-se.

Kraus e Litzenberger (1973), consideraram que a estrutura óptima de endividamento resulta dum *tradeoff* entre o valor dos benefícios fiscais resultantes da utilização de capitais alheios e o valor dos custos de falência. Assim, ao valor da empresa definido por Modigliani e Miller (1963), subtraíram o valor dos custos de falência, passando este a ser representado por:

$$V_E = V_U + G_L - C_F \quad (8)$$

em que C_F representa os custos de falência.

Os mesmos autores defenderam que, em mercados perfeitos, o valor da empresa é independente da sua estrutura de capitais. Castanias (1988), concluiu que em sectores com maior incidência de falências, as empresas apresentam menores taxas de endividamento nas respectivas estruturas de capitais, o que, indirectamente, indicia que os custos de falência têm impacte substancial sobre a política de endividamento.

Scott (1976), considerou que a situação de falência ocorre quando, em determinado período, o resultado antes de juros e impostos for inferior ao valor dos encargos financeiros e se a empresa não conseguir captar recursos para suprir essa insuficiência.

O autor defende o nível óptimo de endividamento, que se situa no ponto em que o valor actual do benefício fiscal, resultante do aumento de uma unidade de juro, iguala o valor actual dos custos de falência, resultante do aumento da probabilidade de falência induzida pelo acréscimo dos juros. O valor actual dos custos de falência depende: do valor de liquidação dos activos; da taxa marginal de imposto sobre os rendimentos da empresa; e, da dimensão da empresa. Também defendeu que, uma das formas de reduzir os custos directos de falência, consistia na emissão de dívida garantida.

Miller (1977), considerou os custos de falência com pouco significado face aos benefícios fiscais decorrentes da utilização de capitais alheios. Warner (1977), num estudo realizado sobre as falências de companhias dos caminhos de ferro dos EUA, estimou que, em média, os custos de falência representam 5,3% do valor de mercado das acções e obrigações dessas empresas. Porém, de acordo com Brealey e Myers (1988), esses dados apenas são aplicados às companhias de caminhos de ferro e poderão apresentar uma relação diferente de acordo com a dimensão da empresa, o sector em que essa se insere e a tipologia dos activos.

Kim (1978), demonstrou a existência de estrutura óptima de endividamento na presença de custos lineares de falência e definiu a capacidade de endividamento como “o montante máximo de dívida que uma empresa com certo nível de investimento pode contrair num mercado perfeito de capitais”. Brennan e Schwartz (1978), defenderam

que, a emissão de endividamento incrementa os benefícios fiscais resultantes da utilização de capitais alheios e a probabilidade de falência da empresa.

Haugen e Senbet (1978), a partir da aplicação de argumentos de arbitragem demonstraram a irrelevância dos custos de falência para a determinação da estrutura de capitais; tendo como referência o ordenamento jurídico dos EUA na época em que realizaram o estudo, os autores defenderam a diferenciação entre a situação de falência e a de liquidação. A primeira origina custos directos e indirectos, sendo os directos constituídos pelo menor dos montantes correspondentes à reorganização formal da empresa, pela via legal, e à reorganização informal, que se traduz pela aquisição de títulos através do mercado de capitais. Quando os custos de reorganização formal forem superiores aos da informal, os investidores adquirirão acções da empresa e beneficiarão da diferença entre esses custos e os custos da aquisição desses títulos.

Para esses autores, os investidores tenderão a optar pelo processo de falência menos oneroso, ou seja, pelo processo de reorganização informal. Porém com as alterações introduzidas ao ordenamento jurídico dos EUA nos anos oitenta, dificultou-se o recurso à reorganização informal.

Em suma, com a teoria dos custos de falência, defendeu-se a existência duma estrutura óptima de endividamento, a partir da qual aumentava a probabilidade de falência e, em consequência, reduzia-se o valor de mercado da empresa. Essa estrutura óptima dependia, da dimensão da empresa, da tipologia dos activos e do sector de actividade em que está inserida, entre outros factores. Com esta teoria explicou-se, em parte, a

limitação do recurso aos capitais alheios observado empiricamente e não explicado pelas teorias anteriormente expostas.

2.3.4 A teoria da agência

Outra explicação encontrada para a limitação da utilização de capitais alheios pelas empresas residiu na teoria da agência, que assenta na separação entre a propriedade e a gestão da empresa decorrente da dispersão do capital por vários accionistas. Esse facto conduziu ao aparecimento de conflitos de interesses entre os gestores e os proprietários da empresa e, decorrente desses, à introdução dos custos de agência na determinação do valor das empresas.

A teoria da agência fundamentou-se no conceito de relação de agência que, de acordo com Ross (1973), constituiu-se através dum contrato, no qual uma parte, o principal, contrata outra parte, o agente, para actuar em sua representação na tomada de decisões. Se, no decurso das relações de agência, ambas as partes tiverem como objectivo a maximização da sua utilidade, evidenciar-se-ão os interesses antagónicos de cada uma, surgirão os problemas de agência e, em consequência, ocorrerão os custos de agência.

De acordo com Matias (2000), a teoria da agência desenvolveu-se em dois ramos distintos: o “positivo da agência”; e, o “principal-agente”. O primeiro consiste no estudo do comportamento apresentado pela empresa na presença de conflitos entre o principal e o agente. Para Jensen (1983), este comportamento, incide na modelização dos efeitos derivados dos contratos de agência, nas técnicas de supervisão desses contratos e no estudo do efeito da inclusão de certas variáveis nos contratos, tais como, a intensidade do capital, o grau de especialização dos activos, os custos de informação, os mercados de capitais e os mercados, interno e externo, de trabalho. O segundo assenta no desenvolvimento de contratos óptimos entre o principal e o agente e baseia-se na

modelização de três factores que se reflectem na interacção entre as partes: a estrutura das preferências das partes envolvidas no contrato; a natureza da incerteza; e, a estrutura informativa do meio envolvente (Jensen, 1983:334)⁷.

A revisão bibliográfica sobre a teoria em apreço centra-se, fundamentalmente, no ramo “positivo da agência”.

Jensen e Meckling (1976), considerados pioneiros na aplicação da teoria da agência à problemática da estrutura de capitais, analisaram os custos de agência em função do nível de conhecimento que os diferentes intervenientes no contrato detêm da empresa e classificaram-nos em três categorias:

- custos residuais: quanto menor a participação que o gestor detém no capital da empresa, maior a sua propensão à obtenção de regalias associadas ao emprego. Essas regalias, denominadas de benefícios não pecuniários, traduzem-se na obtenção de melhor equipamento ou mobiliário de escritório, na atractividade da secretária que trabalha na dependência do gestor, na quantidade e qualidade das contribuições de beneficência, na disciplina dos colaboradores, em equipamento informático demasiadamente sofisticado, entre outros. Os investidores antecipam esse comportamento através da aquisição de acções a

⁷ “the principle-agent literature has generally concentrated on modeling the effects of three factor on contract between parties interacting in the hierarchical fashion suggested by the term principal-agent: (1) the structure of the preferences of the parties to the contracts, (2) the nature of uncertainty, and (3) the informational structure in the environment. Attention is generally focused on risk sharing and the form of the optimal contract between principal and agent, and on welfare comparisons of the equilibrium contracting solutions in the presence of information costs vis-à-vis the solutions in the absence of such costs. The positive agency literature has generally concentrated on modeling the effects of additional aspects of the contracting environment and the technology of monitoring and bonding on the form of the contracts and organizations that survive. Capital intensity, degree of specialization of assets, information costs, capital markets, and internal and external labor markets are examples of factors in the contracting environment that interact with the costs of various monitoring and bonding practices to determine the contractual forms.” (Jensen, 1983:334-335)

desconto, resultando, assim, a redução do valor da empresa decorrente da perda de utilidade do gestor relativamente ao principal.

- custos decorrentes duma política subinvestimento: quanto menor a participação no capital da empresa pelos gestores maior a propensão a não seleccionarem os projectos que maximizam o valor da empresa ou a não considerarem oportunidades de investimento.
- custos de controlo do agente pelo principal: através de mecanismos de monitorização, o principal tenta evitar que o comportamento do agente se afaste dos seus interesses e reduza os benefícios não pecuniários à disposição do gestor. Por outro lado, caso ocorram iniciativas que prejudiquem o interesse do principal, os agentes terão de assegurar a devida compensação.

Assim, considerando os efeitos da teoria da agência na estrutura de capitais das empresas, o valor da empresa representa-se por:

$$V_E = V_U + G_L - C_F - A_c \quad (9)$$

Em que A_c representa os custos de agência.

Para os defensores desta teoria, existem duas formas de minimizar a ocorrência de custos de agência:

- a primeira consiste em possibilitar a participação no capital social da empresa pelos gestores com vista a melhorar a convergência de interesses entre o agente e o principal; e,

- a segunda consiste no recurso ao endividamento como forma de reduzir os fluxos de caixa disponíveis que os gestores utilizariam para aplicar na aquisição dos benefícios não pecuniários (Jensen, 1986).

Para este autor os gestores preferem reter os fluxos de caixa excedentários, para reinvestirem em projectos não rendíveis ou de rendibilidade baixa, a distribuí-los sob a forma de resultados. Neste contexto, “a dívida surge como mecanismo disciplinador dos dirigentes” (Matias, 2000: 61). Porém, de acordo com Jensen e Meckling (1976), o recurso à dívida origina, igualmente, custos de agência, classificados em três categorias: custos de falência; custos de controlo; e, custos de oportunidade originados pelo impacto da dívida nas decisões de investimento.

Tipificados os custos de agência, é de referir que a abordagem aos efeitos da teoria da agência sobre a estrutura de capitais é analisada através de três problemáticas: substituição de activos; subinvestimento; e, fluxos de caixa disponíveis.

O problema da substituição de activos traduz-se na assunção do custo de agência equivalente à redução do valor de mercado da empresa derivado da opção por projectos de investimento que elevam o risco da empresa e, em consequência, reduzem o valor dos capitais alheios. Face à existência de dois projectos de investimento alternativos, o gestor tende a escolher o mais arriscado desde que esse projecto lhe proporcione maior valor esperado para os capitais próprios. Esta situação conduz ao aumento do nível de risco da empresa e à redução do valor da dívida em níveis superiores ao incremento do valor dos capitais próprios, o que conduz à redução do valor de mercado da empresa. Merton (1973), considerou que ao seleccionarem projectos mais arriscados, os gestores

aumentavam o valor dos capitais próprios da empresa suportado nos credores (obrigacionistas) o que, de acordo com Myers (1977), se traduzia na transferência de riqueza dos credores (obrigacionistas) para os accionistas. Por outro lado, segundo Diamond (1989), os credores, de forma a precaverem-se dos comportamentos dos gestores que conduzem à redução do valor da dívida, incluíam nos contratos de financiamento, cláusulas de controlo e obrigação, nomeadamente para: precaver aumentos na taxa de distribuição de resultados; e, emissões futuras de dívida com prioridade sobre a anterior, entre outras.

O problema do subinvestimento reflecte-se, caso a empresa seja financiada parcial ou totalmente por capitais alheios. Os gestores, na defesa dos interesses dos accionistas, rejeitam projectos de investimento com valor actualizado líquido (VAL) positivo que aceitariam caso a empresa fosse financiada exclusivamente por capitais próprios. Para Myers (1977), quando a empresa, em pré-projecto, é financiada por capitais alheios e por capitais próprios, existe incentivo para que os gestores seleccionem apenas os projectos cujo valor de mercado exceda o valor da dívida, podendo, assim, renunciar a projectos com VAL positivo. De forma a precaverem essa situação, os credores reflectem o custo potencial dessa opção no preço do capitais alheios no momento da emissão. Esse acréscimo de preço, traduz-se na redução do valor de mercado da empresa, por optar pela política de subinvestimento. Esse custo de agência pode ser atenuado através da redução da maturidade da dívida.

Outra vertente de análise dos efeitos dos custos de agência sobre a estrutura de capitais, incide na problemática associada aos fluxos de caixa disponíveis. O interesse do gestor assenta na capitalização das empresas, como forma de aumentar o seu estatuto

profissional e assegurar a continuidade da empresa, através da redução das probabilidades de falência, entre outros. Este interesse colide com o do detentor dos capitais próprios, que se baseia na obtenção de incrementos de resultados distribuídos, com vista a aumentar o retorno dos capitais investidos.

O gestor quando tem à disposição fluxos de caixa disponíveis, tende a reinvesti-los na empresa ao invés de os distribuir sob a forma de resultados (Jensen, 1986). Assim, os fluxos de caixa que servirão para financiar todos os projectos com VAL positivo servirão para incrementar os conflitos de interesses entre gestores e detentores de capitais próprios.

Stulz (1990), tipificou os custos de agência associados aos fluxos de caixa disponíveis em:

- custos de sobreinvestimento, que surgem quando o gestor auferir benefícios não pecuniários relacionados com o nível de investimento realizado, que conduzem a que este, face à existência de oportunidades de investimento, reinvesta esses fundos, também, em projectos com VAL negativo; e,
- custos de subinvestimento que surgem quando o gestor, confrontado com fluxos de caixa insuficientes, rejeita boas oportunidades de investimento.

Jensen (1986) e Stulz (1990), defenderam a política de endividamento como elemento de controlo sobre as práticas de gestão e como fonte de redução ou eliminação desses custos de agência. Ao impor regras de amortização de capital e juros, o financiamento com capitais alheios por um lado reduz os fluxos de caixa disponíveis para o gestor

reinvestir em projectos não rendíveis e, por outro, impõe-lhe disciplina de pagamentos, sob pena da empresa entrar em incumprimento.

Neste quadro, Stulz (1990), defendeu a existência dum nível de endividamento óptimo determinado pelo equilíbrio entre os benefícios e os custos associados ao endividamento. Os benefícios ocorrem quando a empresa não dispõe de capacidade financeira para investir em projectos não rendíveis e os custos ocorrem quando a empresa não dispõe de capacidade financeira para investir em projectos rendíveis.

No que concerne à relação entre agência e liquidação ou insolvência da empresa, Harris e Raviv (1991), defenderam que, sendo os detentores de capitais próprios mais propensos para a liquidação da empresa que os gestores, que pretendem que a mesma opere continuamente, o endividamento surge como um factor de resolução desse conflito porque, ao desempenhar um papel informativo para os detentores de capitais próprios e disciplinador para os gestores, permite aos primeiros exigir a liquidação da empresa em circunstância óptimas.

A opinião que os detentores de capitais próprios têm dos gestores é condicionada pelo desempenho que estes têm no cumprimento das obrigações relacionadas com o serviço da dívida, o qual reflectir-se-á no valor da empresa. Quanto mais elevado o valor de liquidação da empresa, maior o seu valor de mercado e o recurso ao endividamento. Assim, os níveis de endividamento elevados estão associados a empresas rendíveis (Harris e Raviv, 1991).

Titman (1984), defendeu que o nível de endividamento que assegura uma política ótima de liquidação deve ser ajustado de forma a que, em qualquer momento, os accionistas não desejem liquidar a empresa e os obrigacionistas desejem essa liquidação, logo que se apercebam que a empresa entrou em situação de insolvência.

A separação entre a propriedade e a gestão da empresa tem reflexos ao nível da responsabilidade de cada um dos intervenientes. Um dos efeitos dessa separação traduz-se na limitação da responsabilidade dos detentores do capital. Para Kim e Sorensen (1986), as empresas com maior propriedade interna apresentam níveis mais elevados de endividamento devido aos custos de agência relacionados com a dívida e com os capitais próprios.

Myers (1977), numa abordagem baseada na teoria das opções, defendeu que as empresas com elevado valor relativo de oportunidades de investimento têm dificuldade em financiarem-se com capitais alheios e concluiu que, as que apresentam maior nível de endividamento são aquelas que têm maior risco de negócio associado. A maturidade da dívida deve ser ajustada ao grau de liquidez do activo que financia. Assim, o activo fixo deve ser financiado por capitais permanentes⁸ e o circulante deve ser financiado por capitais alheios de curto prazo. Decorrente deste pressuposto (conhecido pela regra do equilíbrio financeiro mínimo), o autor associa o nível de endividamento à dimensão e ao tipo de capitais utilizados pela empresa – empresas de maior dimensão e com maior utilização de capital intensivo têm associado maior nível de endividamento.

⁸ O capital permanente é aquele que tem nível de imobilização superior a um ano e traduz-se pelo somatório dos valores do capital próprio e alheio de médio e longo prazo.

2.4. Teoria da informação assimétrica e da sinalização

A empresa é um sistema que, ao relacionar-se com agentes internos e externos, recebe e produz informação. O acesso à informação está directamente relacionado com o nível de participação de cada agente na gestão da empresa. Os agentes internos, proprietários ou gestores, possuem mais e melhor informação que os agentes externos, em particular os investidores (Matias, 2000: 71). A informação assimétrica traduz-se pelo facto de, para determinada transacção, uma das partes possuir mais informação que outra, a nível qualitativo e/ou quantitativo.

Para Ross (1977), o teorema de Modigliani e Miller (1958), presumia que o mercado detinha a informação completa sobre a actividade da empresa, isto é, que os mercados financeiros eram eficientes. Porém, na realidade, os intervenientes no mercado detêm níveis diferentes de informação relativa a determinada empresa ou transacção, o que, para Matias (2000), pode originar problemas de selecção adversa ou de risco moral.

Face à constatação desses problemas, os gestores utilizam a estrutura de capitais das empresas para enviarem “sinais” ao mercado e transmitirem informação aos investidores externos, o que conduziu ao surgimento da “teoria dos sinais”. De acordo com essa teoria, “o valor de mercado dos títulos emitidos pela empresa depende da interpretação do mercado aos sinais dados pelas decisões financeiras, na medida em que estes sinais constituem indícios sobre os fluxos de rendimentos futuros” (Silva, 1991).

Leland e Pyle (1977), no que refere a investimento e Ross (1977), no que refere ao endividamento, foram os impulsionadores da aplicação da teoria dos sinais em contexto

de informação assimétrica, tendo demonstrado que os gestores podem ajustar a estrutura de capitais das empresas para sinalizarem ao mercado o valor que consideram ser adequado à respectiva empresa.

Leland e Pyle (1977), defenderam que, em contexto de investimento, os empresários sinalizam ao mercado a qualidade do projecto através do volume de capitais próprios que usam para financiá-lo. Quanto mais elevada for essa participação maior a rendibilidade percebida e maior o nível de confiança do mercado em relação à qualidade do projecto. Para os autores, a sinalização contribui para minimizar o problema gerado pela ineficiência dos mercados financeiros, mas induz custos correspondentes ao financiamento dos projectos, com capitais próprios, superior ao que fariam se os mercados financeiros fossem eficientes.

Ross (1977), defendeu que o valor de mercado das empresas aumenta com o endividamento. Portanto elevados montantes de dívida induzem os investidores a atribuir maior valor a essas empresas. A explicação reside no facto de elevados montantes de dívida obrigarem os gestores a maior disciplina financeira, em virtude da necessidade de cumprimento das responsabilidades inerentes à amortização de capital e ao pagamento de juros. Dado que os investidores assumem que os gestores recorrem a capitais alheios quando a probabilidade de falência é reduzida, o facto de a empresa se financiar com elevados níveis de capitais alheios transmite um sinal positivo ao mercado sobre a sua continuidade.

Este autor foi pioneiro no tratamento dos sistemas de incentivos e punições aos gestores, como forma de os incentivar a utilizarem a estrutura de capitais como meio de

sinalização da qualidade da empresa ao mercado, admitindo que estes procuram maximizar a sua compensação através do envio de sinais apropriados para o mercado. Os gestores serão, beneficiados se a empresa se financiar com montantes elevados de capitais alheios, mas serão prejudicados se a empresa falir. Decorrente disso, Ross (1977), indicou que o risco e o endividamento estão positivamente correlacionados, e que montantes excessivos de capitais alheios podem conduzir a empresa à situação de insolvência ou de falência.

Flannery (1986), considerou que a maturidade do endividamento associado ao risco que a empresa apresenta para efeitos de obtenção de crédito, serve para sinalizar a qualidade da empresa ao mercado. Para o autor, dado que a dívida de médio e longo prazo é mais sensível a alterações do valor da empresa do que a dívida de curto prazo, os gestores optam por financiá-la com capitais alheios de curto prazo como forma de sinalização ao mercado de que a empresa está subavaliada. Porém, “a qualidade que o mercado atribui às empresas depende da distribuição exógena e da magnitude dos custos de financiamento que essas empresas são capazes de obter” (Flannery, 1986)⁹.

Myers e Majluf (1984), estudaram a interacção entre a assimetria de informação existente entre os gestores e os investidores e as decisões de investimento e financiamento, com base nos seguintes pressupostos:

- a empresa, em determinado momento, detém activos e oportunidades de investimento reais, que serão financiadas, total ou parcialmente, através da emissão de acções;

⁹ No texto original, “However, with positive transaction costs, high-quality firms can sometimes signal their true quality to the market effectively, depending on the (exogenous) distribution of firms' quality and the magnitude of underwriting costs for corporate debt.”

- o valor dos capitais próprios necessários à realização do investimento depende do autofinanciamento; e,
- os gestores (agentes internos) detêm mais informação que os potenciais investidores e estes interpretam racionalmente a informação que detêm sobre a empresa em contexto de decisão de investimento.

Os autores concluíram que:

- geralmente, é preferível a emissão dívida segura à emissão de dívida com risco, considerando dívida segura como aquela em que a diferença entre o valor dos títulos em contexto de informação perfeita e no momento em que a decisão será tomada, é nula.;
- as empresas que utilizam dívida segura, tal como autofinanciamento, para financiar as oportunidades de investimento, têm mais possibilidade de prosseguir com os projectos rendíveis do que as que utilizam dívida com risco;
- quando os gestores detêm informação superior e financiam as oportunidades de investimento com emissão de acções, o valor de mercado da empresa tende a descer;

Assim, a empresa financia-se em primeira linha com recursos gerados internamente e, só na ausência ou insuficiência dos mesmos, emite acções, dado que, em certos casos, a emissão de acções pode conduzir à rejeição de investimentos com valor actual líquido positivo, o que pode conduzir a problemas de subinvestimento.

Myers e Majluf (1984), defenderam que, caso a empresa emita dívida sem risco, não rejeitará investimentos com valor actual líquido positivo e, assim, esses problemas já

não se colocam. Caso a empresa emita dívida com risco, existem algumas rejeições de projectos com valor actual líquido positivo, embora em número inferior às que ocorrem quando é utilizada a emissão de acções. Noutra vertente, se existirem problemas de sobreinvestimnto, a forma de ultrapassá-los será através da emissão de acções.

Matias (2000), considerou que este estudo constituiu uma boa base de sustentação para a teoria da hierarquização das fontes de financiamento, ou "*pecking order theory*", apresentada por Myers (1984), a qual reflecte os problemas criados em contexto de informação assimétrica entre os gestores e os investidores. Por outro lado, esse estudo também serviu para fundamentar as conclusões de Donaldson (1961), que, através dum estudo relativo às práticas de financiamento numa amostra de grandes empresas, concluiu que os gestores preferiam financiar as empresas com os fundos gerados internamente (autofinanciamento) e que definiam, como objectivo de médio e longo prazo, a manutenção numa taxa de crescimento compatível com a capacidade de gerar recursos internamente.

Myers (1984), defendeu que a estrutura de capitais numa empresa não é determinada através do objectivo do nível óptimo de endividamento que maximiza o valor da empresa, mas pelo acumular de sucessivas decisões óptimas de financiamento assentes numa hierarquia das fontes, com o objectivo de evitar os custos associados à assimetria de informação.

Face às discrepâncias evidenciadas entre as principais conclusões da teoria do nível óptimo de endividamento e o verificado empiricamente, o autor pretendeu estudar o comportamento dos gestores e a forma como esse comportamento afecta o rendimento

dos títulos emitidos pela empresa. Concluiu que os gestores preferem financiar as empresas com fundos gerados internamente, dado que estes não têm associada informação assimétrica e, caso necessitem de financiamento externo, os gestores optam em primeiro lugar pela emissão de dívida com menor nível de risco, posteriormente pela emissão de títulos híbridos – obrigações – e, como último recurso, pela emissão de capitais próprios.

Em contraposição com a teoria do nível ótimo de endividamento, a teoria da hierarquização das fontes de financiamento configura-se de maior aderência ao observado empiricamente. Essa realidade induz à confrontação entre os dois modelos.

Fama e French (2000), questionaram-se sobre quem ganharia o confronto entre o modelo do *tradeoff* e o da *pecking order*, defendendo, de seguida, que em muitas situações não existe conflito entre ambos, pois partilham muitos pressupostos sobre a política de financiamento e de distribuição de resultados. Em conformidade, Myers (1984), defendeu a introdução duma estratégia assente numa *pecking order* modificada, que incorpore os elementos com maior suporte empírico da teoria que defende o valor máximo da empresa através da obtenção do nível ótimo de endividamento, como forma de melhor compreender o comportamento dos agentes face às finanças empresariais.

Tendo como enquadramento a aplicabilidade prática das duas correntes alternativas, a que preconiza a utilização da hierarquia das fontes, foi estudada tendo como base duas vertentes:

- uma de natureza empírica, que assenta as conclusões em resultados obtidos através de questionários directos; e,
- outra, de natureza teórica, que assenta as conclusões em resultados obtidos através de modelos de estimação.

No que se refere à primeira vertente enunciada, Junior e Melo (1999), num estudo realizado sobre o padrão de financiamento das empresas privadas no Brasil, para o qual utilizaram como amostra 24 grandes empresas brasileiras, concluíram que o padrão médio de financiamento era constituído em 63,9% por autofinanciamento, em 29,6% por endividamento e, 6,5% por acções. Obtiveram, assim, evidência favorável à hipótese da hierarquização das fontes de financiamento, resultado diferente do encontrado noutros estudos para esse país e para países em vias de desenvolvimento. Resultante desse facto, chegou-se a advogar que esta corrente será válida apenas para países desenvolvidos.

Arias *et al* (2000), obtiveram evidência empírica acerca do cumprimento da teoria da hierarquização das fontes nas pequenas e médias empresas, não encontrando diferenças relativamente às grandes empresas. Gálvez (1999), recorreu a um modelo teórico para concluir que o coeficiente entre a probabilidade de escolher o autofinanciamento e o financiamento com intermediação financeira aumenta com os incrementos nos fluxos de caixa e na fracção dos activos recuperáveis por investidores externos à empresa. Observou, ainda, que o aumento da probabilidade de opção pelo crédito bancário com a suavização das condições financeiras resultantes dum ciclo económico favorável.

Graham e Harvey (2001), num estudo realizado sobre uma amostra de 392 empresas, encontraram alguma evidência para a utilização da hierarquização das fontes nas políticas de financiamento das empresas, mas pouca evidência a favor da preocupação dos executivos sobre a substituição de activos, informação assimétrica, custos de transacção, autofinanciamento ou impostos sobre os rendimentos das pessoas singulares. Os autores defenderam que a política de financiamento é influenciada por variáveis informais, tais como flexibilidade financeira e os *ratings* de crédito.

Relativamente ao confronto entre as correntes do nível óptimo de endividamento e da hierarquização, os mesmos autores concluíram que 90% das empresas não assumem como estratégia financeira a definição dum rácio óptimo de endividamento e que essas empresas, geralmente assumem um comportamento consistente com o modelo da hierarquização das fontes. Pinegar e Wilbricht (1989), concluíram que os gestores utilizam como critério a hierarquia das fontes de financiamento ao invés da manutenção dum nível óptimo entre capital próprio e capital alheio.

Marsh (1982), indicou que as decisões de financiamento são influenciadas pelas circunstâncias de mercado e que os gestores financeiros, face à escolha entre financiamento com capitais próprios ou alheios, optam pela solução que lhes proporcione um ganho superior ao que outros gestores obteriam nas mesmas circunstâncias.

Pruit e Gitman (1991), confirmaram a tese de Modigliani e Miller que defende a separação entre a decisão de investimento e a decisão de financiamento.

A dimensão das empresas é considerada, para vários autores, como determinante da capacidade de endividamento e medida de aproximação à teoria da hierarquização das fontes de financiamento, na perspectiva que as empresas de menor dimensão limitam a estrutura de capitais como forma de evitar a partilha do negócio (Simplicio, 2002).

Scott (1976), sugeriu que as empresas de maior dimensão, por um lado têm mais facilidade de acesso ao mercado de capitais e, por outro, ao conseguirem obter custos de financiamento mais favoráveis, estão em condições de apresentar níveis de endividamento mais elevados. Em contraposição, Arias *et al* (2000), concluíram que as empresas de menor dimensão utilizam maiores níveis de endividamento, fundamentalmente a curto prazo, enquanto as empresas de maior dimensão têm mais possibilidade de utilizar o autofinanciamento.

Por outro lado, Kamath (1997), num estudo sobre as decisões de financiamento de médio e longo prazo, referiu que, para as empresas que têm como alvo uma determinada estrutura de capitais, os determinantes dessa estrutura são as taxas de endividamento médio do sector. Por outro lado, para as empresas que utilizam a hierarquia das fontes de financiamento como critério, os determinantes da estrutura de capital são os proveitos e as taxas de crescimento históricas dessas empresas.

No que respeita à realidade das empresas Portuguesas, Simplicio (2002), concluiu existir evidência da hierarquização das fontes de financiamento independentemente da dimensão das empresas; verificou elevada dependência do financiamento com capitais alheios, com maior incidência para os prazos mais curtos e defendeu o recurso aos

prazos mais longos mediante a apresentação de activos como garantia de pagamento da dívida.

Rita (2003), validou a hipótese da utilização da teoria da hierarquização das fontes de financiamento, tendo concluído que a rendibilidade apresenta relação negativa com o endividamento. “As empresas que apresentam rendibilidade mais significativa possuem, em princípio, mais fundos gerados internamente e, deste modo, reduzem a necessidade de recorrer a capitais alheios e/ou próprios” (Rita, 2003).

Relativamente ao efeito dimensão, Simplício (2002), não encontrou evidência que esse efeito determine a estrutura de capitais das empresas. A mesma conclusão foi obtida por Jorge (1997). Em contrapartida, Matias (2000) e Gama (1999), concluíram pela existência de níveis de endividamento mais elevados nas empresas de maior dimensão.

No que se refere à vertente que assenta as conclusões em modelos de estimação, Fama e French (2000), estudaram a contraposição entre a corrente que defende a hierarquia das fontes e a que defende um ponto óptimo entre capitais próprios e capitais alheios, com base num modelo de estimação baseado em regressão simples, utilizando como variáveis os dividendos e o capitais alheios. Os autores concluíram que os resultados do estudo não são determinados exclusivamente pela utilização da hierarquia das fontes ou pela utilização do ponto óptimo entre capitais próprios e capitais alheios, mas pela interacção entre ambos. Em suma, os resultados deste estudo evidenciaram relação negativa entre endividamento e rendibilidade (condição integrante do modelo do ponto óptimo), uma maior utilização de fluxos gerados internamente nas grandes empresas

(condição integrante da hierarquia das fontes) e uma área de conflito entre as duas correntes.

Hovakimian *et al* (2001), num estudo baseado em estatísticas derivativas, concluíram que os proveitos históricos constituem um importante factor de predição para os modelos baseados no ponto óptimo entre capitais próprios e alheio. Também concluíram que o preço de mercado dos títulos – de capitais próprios ou alheios - determina as escolhas das fontes de financiamento. Assim, a estrutura de capitais das empresas é determinada pela escolha dos títulos em função do preço de mercado. Por outro lado, concluíram que as firmas muito endividadas tendem a praticar políticas de subinvestimento.

Frank e Goyal (2000), testaram a teoria da hierarquia das fontes, utilizando como dados um conjunto de empresas do EUA, no período compreendido entre 1980-1998. Os resultados sugeriram a rejeição empírica de todas as variáveis quantitativas determinantes da utilização de *pecking order*. O autor considerou que a corrente que defende a utilização dum ponto óptimo entre capitais próprios e alheios “pode ser um bom princípio para compreender o endividamento empresarial”. Shayam-Sunder e Myers (1999), retiram conclusão idêntica e afirmaram que os testes que realizaram “têm a força suficiente para rejeitar a utilização da hierarquia das fontes a favor do modelo que defende a utilização dum ponto óptimo entre capitais próprios e capitais alheios.

Em suma, ao invés dos resultados obtidos através de questionário directo, que apresentam evidência favorável, os resultados dos estudos baseados em modelos de

estimação apresentam evidência fraca ou, liminarmente, rejeitam a utilização da hierarquia das fontes como critério utilizado para a decisão de financiamento.

2.5. Teoria do posicionamento estratégico

As teorias ora analisadas fundamentam-se, essencialmente, em factores de natureza financeira para explicar a estrutura do financiamento das empresas. Porém, o conhecimento na área de estudo, tem evoluído no sentido de complementar esses factores de natureza financeira com outros factores, de natureza qualitativa, para explicar os determinantes da decisão de financiamento e da estrutura de capitais das empresas.

Nesse quadro, factores de natureza estratégica têm sido observados empiricamente como factores explicativos da estrutura de financiamento, decorrendo daí a formulação duma teoria explicativa denominada de “teoria do posicionamento estratégico”. De acordo com esta teoria, a decisão de financiamento e, em consequência, a estrutura de capitais da empresa são função da estratégia desenvolvida em relação ao mercado de produtos e à dimensão competitiva relativamente a outras empresas.

Para os defensores desta teoria, a estratégia empresarial afecta a estrutura de capitais nos seguintes domínios:

- a estratégia de diversificação de activos, produtos ou mercados, incentiva os financiadores a apoiarem o projecto porque incrementa as possibilidades de recuperação dos fundos caso o projecto não seja bem sucedido. Assim, a um nível elevado de diversificação estará, normalmente, associado um nível elevado de utilização de capitais alheios;

- de igual modo, a estratégia de diferenciação de produtos, com vantagens competitivas face aos concorrentes, deverá conduzir, normalmente, a um nível elevado de utilização de capitais alheios;
- por outro lado, a estratégia de inovação implica investimentos elevados em investigação e desenvolvimento e acarreta maior nível de risco associado. Assim, como o nível de risco associado sobrepõe-se, normalmente, à capacidade do projecto gerar benefícios futuros, esses projectos conduzem a um nível reduzido de utilização de capitais alheios;
- de igual modo, a indefinição estratégica, que conduz a substituições constantes nos produtos, processos de produção ou serviços, acarreta, normalmente, um menor nível de utilização de endividamento, em virtude de esses processos sinalizarem aos financiadores maior risco associado;
- a estratégia de internacionalização, na vertente do comércio com o exterior, sinaliza imagem positiva aos financiadores e, portanto com maior probabilidade de ser apoiada. A esta estratégia está, normalmente, associado maior nível de utilização de capitais alheios;
- empresas que seguem estratégias de produção no que respeita à utilização de factores de produção altamente substituíveis e as que utilizam intensivamente o factor capital relativamente ao factor trabalho, conseguem obter níveis elevados de utilização dos capitais alheios; e,
- empresas que assentem a estratégia em liderança de mercado, por sinalizarem controlo sobre o mercado e boa organização empresarial, apresentam vantagens competitivas face às concorrentes e, por isso, têm possibilidade de obterem níveis elevados de endividamento.

Williamson (1988), considerou que a estrutura de capitais duma empresa pode ser mais influenciada por factores de natureza estratégica do que por factores de natureza financeira. Harris e Raviv (1991), num estudo baseado em: custos de agência; informação assimétrica; estratégia; e, controlo empresarial, consideraram que nos estudos sobre estrutura de capitais algumas áreas têm sido insuficientemente exploradas. Destas, as que relacionam a estrutura de capitais com os factores de natureza estratégica são as mais promissoras. Balakrishnan e Fox (1993), concluíram que é importante que os investigadores de finanças reconheçam que, uma vez que a separação entre a decisão de investimento e a decisão de financiamento foi derrogada, a estratégia competitiva surge como um factor importante para determinar a estrutura de capitais das empresas.

Simplicio (2002), num estudo sobre os factores determinantes do financiamento das empresas portuguesas, não encontrou resposta consistente para a aplicação de factores de natureza estratégica na determinação da estrutura de capitais. Esse facto deve-se à falta de definição clara de estratégias de negócio na maioria das empresas e, ao ponto da maioria dos gestores apostarem em estratégias diferentes das definidas teoricamente (por exemplo, constata-se investimentos reduzidos em investigação e desenvolvimento nas exportações). A conclusão diferente chegaram Arias *et al* (2000), que confirmaram a evidência da utilização da teoria do posicionamento estratégico como determinante da estrutura de capitais. No caso das pequenas e médias empresas, para as hipóteses de liderança e diferenciação, e alguma evidência para a hipóteses de diversificação, inovação e comércio com o exterior; no caso das grandes empresas, não confirmaram a hipótese de diversificação.

No que respeita à influência das estratégias competitivas das empresas e dos sectores de actividade, Bradley *et al* (1984), concluíram existir semelhanças entre os níveis relativos de utilização de capitais alheios em empresas pertencentes ao mesmo sector. Myers (1984), observou que os níveis relativos de endividamento variam de sector para sector devido à tipologia dos activos inerentes a cada actividade. Marsh (1982), caracterizou os níveis de endividamento em sectores de actividade específicos e concluiu que os níveis de endividamento aumentam com as oportunidades de crescimento das empresas e diminuem com os gastos em publicidade e com as despesas em investigação e desenvolvimento. Assim, as empresas que apresentam níveis mais elevados de risco de negócio apresentam níveis mais reduzidos de endividamento. Graham e Harvey (2001), verificaram existir pouca evidência que os factores estratégicos afectem as decisões de financiamento e que os gestores atentem nos níveis de endividamento dos seus concorrentes.

2.6. Síntese conclusiva

Neste capítulo apresentou-se uma breve caracterização das teorias relacionadas com a decisão de financiamento como determinante da estrutura de capitais.

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

Decorrente do exposto, os estudos teórico - empíricos sobre o processo de financiamento como determinante da estrutura de capitais das empresas têm-se orientado, fundamentalmente, a partir de três abordagens distintas:

A primeira defende a existência dum nível óptimo de endividamento resultante da combinação entre a minimização dos custos associados ao endividamento - custos de financiamento, custos de insolvência ou falência e custos de agência - e da maximização dos benefícios fiscais decorrentes da dedutibilidade dos juros que maximiza o valor da empresa. Esta abordagem defende que as empresas, ao definirem *a priori* um determinado objectivo para a estrutura de capitais, orientam as decisões de financiamento para o cumprimento desse objectivo. Esse objectivo constitui o nível óptimo de endividamento e, portanto, o ponto em que o valor da empresa é maximizado.

Pese embora a solidez conceptual associada à formação dessa abordagem, da observação empírica não resulta forte aplicação prática da mesma.

A segunda abordagem, que para Myers (1984), apresenta-se como alternativa, assenta na utilização da hierarquização das fontes de financiamento em contexto de informação assimétrica e de sinalização financeira, considerando os custos associados às várias fontes de financiamento. Nesta teoria os gestores preferem financiar as empresas com fundo gerados internamente e, na ausência ou ineficiência desses, preferem a emissão de dívida a aumentos de capital. Esta abordagem, embora de maior sustentação empírica, não reflecte na totalidade as práticas de financiamento utilizadas pelas empresas, o que conduziu a que Myers (1984), preconizasse que o processo de financiamento das empresas assenta numa “*pecking order* modificada” que incorpora os contributos relevados abordagem do ponto óptimo de endividamento. Em contraposição, os testes efectuados com base em modelos de estimação, apontam para evidência fraca ou inexistente da utilização deste critério como determinante das decisões de financiamento.

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

Na maior parte dos trabalhos empíricos descritos neste capítulo, foram utilizados modelos de regressão, baseados em funções lineares e não lineares, para o teste das

teorias enunciadas. Em alternativa, também foram utilizados estudos baseados em questionário directo, tendo, todos eles, recorrido às estatísticas descritivas como método de tratamento dos dados primários.

3. MÉTODOS DE INVESTIGAÇÃO

3.1. Recolha de dados

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

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

Assim, a revisão bibliográfica tratada no capítulo anterior, na qual se procedeu à apresentação das principais teorias relacionadas com o processo de financiamento, conjugada com os objectivos definidos para o presente estudo, determinaram a estrutura do questionário (Anexo I) e a selecção da população a estudar.

Para a escolha da população, tomou-se em consideração os procedimentos realizados em estudos anteriores, que têm utilizado como objecto de estudo publicações das maiores empresas em revistas especializadas. Portanto, sendo objectivo do presente

estudo o conhecimento do processo de decisão de financiamento utilizado pelas empresas portuguesas, optou-se por considerar como população alvo as empresas apresentadas na edição “Público 500 - As maiores empresas não financeiras de Portugal”, reportada ao exercício de 2001.

Dessa população, excluiu-se as empresas: que foram extintas, nomeadamente por fusão; que pertencem ao mesmo grupo económico de outra empresa – considerada principal – incluída na população em estudo; e, aquelas que não demonstram níveis de sofisticação, ao nível da gestão, considerados suficientes para responder aos objectivos. Por outro lado, adicionou-se as empresas, não pertencentes ao sector financeiro, cotadas em mercado de valores mobiliários, não incluídas na edição supra mencionada.

Face ao exposto, a população foi constituída por 425 empresas que operam em Portugal, não pertencentes ao sector financeiro, na qual se incluem:

- todas as empresas cotadas em mercado de valores mobiliários, Euronext Lisboa; e,
- as maiores empresas, por volume de negócios, reportado ao exercício 2001, que integram a edição “Público 500 - As maiores empresas não financeiras de Portugal”.

O questionário encontra-se organizado em quatro partes:

1. caracterização geral da empresa;
2. perfil do “respondente”;
3. caracterização estratégica do investimento; e,
4. caracterização da política de financiamento.

Com a primeira pretende-se caracterizar a empresa nos aspectos jurídicos e formais nomeadamente: forma jurídica; cumprimento dos requisitos necessários à cotação em mercado de capitais Português; se essa empresa está cotada em mercado de capitais e quais os factores determinantes para o exercício dessa opção. Com a segunda pretende-se caracterizar o respondente no que concerne a: idade, nacionalidade e sexo; formação académica e antiguidade na empresa. Com a terceira pretende-se caracterizar estrategicamente a empresa, utilizando como critério a perspectiva de investimento e potenciais estrangulamentos (de natureza financeira).

Em suma, com as três partes supra apresentadas pretende-se obter informação qualitativa sobre as empresas respondentes.

Com a quarta parte do questionário, a qual será objecto de apresentação detalhada em ponto subsequente, pretende-se caracterizar o processo de financiamento utilizado pelas empresas em três vertentes. A primeira consiste em verificar a aderência dos critérios utilizados na escolha das fontes de financiamento em relação aos desenvolvimentos teórico – empíricos apresentados na revisão bibliográfica; a segunda, de natureza instrumental, consiste na caracterização das empresas relativamente às fontes de financiamento utilizadas, às práticas sistemáticas de avaliação das fontes de financiamento e de cobertura sistemática do risco financeiro; a terceira consiste no estudo da perspectiva das empresas relativamente à procura de capitais próprios através do recurso ao mercado primário de títulos.

Para a elaboração do questionário considerou-se importante a incorporação de contributos e sugestões fornecidas por investigadores da Universidade de Évora e, ainda, evitar o seu sobredimensionamento, de forma a não prejudicar a taxa de resposta. Assim, a versão final do questionário foi constituída por quatro páginas com trinta e duas questões de escolha múltipla.

Procedeu-se, ainda, a um teste de resposta, junto de vários directores financeiros de empresas não incluídas na amostra, tendo-se estimado um tempo máximo de resposta de 15 minutos. Esta estimativa foi validada por investigadores da Universidade de Évora.

Posteriormente procedeu-se à remessa do questionário, via postal, na qual se incluiu um envelope de resposta já selado, destinado ao Departamento de Gestão de Empresas da Universidade de Évora.

Procedeu-se a duas remessas do questionário (Anexo II), todas elas dirigidas ao gestor responsável pelas decisões de financiamento (gestor financeiro ou gerente/administrador)¹⁰. A primeira remessa ocorreu no dia 1 de Julho de 2003, através da qual foi apresentado o estudo e solicitada a colaboração e o empenho do destinatário para a resposta ao questionário. Dessa remessa resultaram 120 respostas. A segunda remessa ocorreu no dia 22 de Outubro de 2003, a insistir para as empresas que não responderam à primeira remessa¹¹, tendo resultado mais 70 repostas. Assim, o número total de repostas foi de 190, o que corresponde a uma taxa de resposta de 44,71% (Tabela 3.1).

¹⁰ Os endereços e contactos respectivos foram obtidos através da referida edição “Público 500 – As maiores empresas não financeiras de Portugal”.

¹¹ Para não inibir a resposta do destinatário, procedeu-se à codificação do questionário, de forma identificável apenas pelo investigador, para responder à necessidade de cruzamento dos dados.

Tabela 3.1 – Taxa de resposta por tipo de sociedade inquirida

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

Considerando as taxas de resposta obtidas em estudos anteriores, as quais, em média, não excedem os 30%, considera-se que, neste aspecto, os resultados atingidos pelo presente estudo são bons.

O tratamento dos dados processou-se com recurso a estatísticas descritivas, nomeadamente, distribuição de frequências.

3.2. Representatividade da amostra

Com o objectivo de verificar a representatividade da amostra foi utilizado o teste de significância do qui-quadrado, que permite “inferir os resultados da amostra aleatória para o universo” (Pestana *et al.*, 2000).

As hipóteses em estudo são:

H_0 – Existe independência entre as variáveis, isto é, os valores amostrais provêm de universo onde as proporções da amostra são iguais às da população;

H_1 – Não existe independência entre as variáveis, isto é, os valores amostrais provêm de universo onde as proporções da amostra são significativamente diferentes das proporções da população.

De forma a suportar o teste qui-quadrado, procedeu-se à estruturação da amostra e da população (Tabela 3.2), observando-se *a priori* não existirem diferenças significativas entre as proporções da amostra e da população.

Tabela 3.2 – Estrutura da população e da amostra

Tipo de sociedade	Não Respondente		Respondente		Total	
	N.º	%	N.º	%	N.º	%
Sociedades anónimas	163	69,36	147	77,37	310	72,94
Sociedades por quotas	62	26,38	41	21,58	103	24,24
Cooperativas	8	3,40	2	1,05	10	2,35
Empresas publicas	2	0,85	0	0,00	2	0,47
Total	235	100,00	190	100,00	425	100,00
		$\lambda^2 = 6,010$			$\alpha = 0,111$	

Dos resultados obtidos através do teste qui-quadrado¹², para $\alpha = 0,05$, resultou um nível de significância 0,111 (superior a 0,05), pelo que não se rejeita a H_0 ; isto é, não existem diferenças significativas entre as proporções da amostra e as da população. Face aos resultados obtidos, considerou-se a amostra como representativa da população.

¹² Realizado com recurso à aplicação SPSS *for windows* 12.0

3.3. Caracterização da amostra

A amostra é constituída por 190 empresas, representativas da população, caracterizadas nas seguintes vertentes:

3.3. 1. Quanto à forma jurídica das sociedades:

Quanto à forma jurídica das sociedades, por: 147 sociedades anónimas, equivalente a 77,37% da amostra; 41 sociedades por quotas, equivalente a 21,58% da amostra; e, 2 cooperativas, equivalente a 1,05% da amostra. Vide Tabela 3.2.

3.3. 2. Quanto ao cumprimento de requisitos para admissão ao mercado de bolsa:

Quanto ao cumprimento dos requisitos para admissão ao mercado de bolsa a contado definidos através do art.º 227º do código dos valores mobiliários, estudaram-se os seguintes aspectos:

- se as empresas inquiridas exercem actividade há, pelo menos, três anos e se procederam à publicação, nos termos da lei, dos relatórios de gestão e contas anuais dos três últimos exercícios;
- se as empresas inquiridas comprovam a situação económica e financeira; e
- se as empresas inquiridas registam grau adequado de dispersão do seu capital pelo público, considerando-se como tal que, pelo menos, 25% do capital social subscrito ou 500 mil acções tenham de estar dispersas pelo público.

No que respeita ao primeiro requisito, a totalidade das empresas exerce actividade há mais de três anos e 86,3% das empresas procedeu à publicação do relatório e contas; 1,1% das empresas respondentes não respondeu a esta questão (Tabela 3.3).

Tabela 3.3 – Cumprimento de requisitos

Descrição	Não		Sim		Não Respostas		Total	
	N.º	%	N.º	%	N.º	%	N.º	%
Exerce actividade há mais de 3 anos	0	0,0	190	100,0	0	0,0	190	100
Publicação Contas	24	12,6	164	86,3	2	1,1	190	100

Para o segundo requisito, utilizou-se como critério de medição a taxa de autonomia financeira¹³. Das empresas respondentes, 11,1%, não respondeu, tendo-se obtido 88,9% de respostas válidas; dessas, apenas 23,1% apresentam taxa de autonomia financeira inferior a 25% (Tabela 3.4); assim, considera-se que, na sua maioria, a amostra é constituída por empresas que apresentam equilíbrio financeiro.

Tabela 3.4 – Taxa de autonomia financeira

Taxa de autonomia financeira	N.º	%		
		Total	Válida	Acumulada
< 25%	39	20,5	23,1	23,1
25 – 35%	48	25,3	28,4	51,5
36 – 45%	20	10,5	11,8	63,3
> 45%	62	32,6	36,7	100,0
Total de repostas válidas	169	88,9	100,0	
Não repostas	21	11,1		
Total	190	100,0		

¹³ Taxa de autonomia financeira = Capital permanente/capital total x 100

Para o terceiro requisito utilizou-se como critério de medição a taxa de dispersão do capital¹⁴, traduzida pelo número de sócios ou accionistas que participam no capital da empresa. O código dos valores mobiliários define como critério de admissão que essa taxa seja igual ou superior a 25%. No que respeita a esse critério, 24,7% das empresas respondentes, com resposta válida, cumpre esse requisito.

Tabela 3.5 – Taxa de dispersão do capital

Taxa de dispersão do capital	N.º	%		
		Total	Válida	Acumulada
< 10%	114	60,0	67,1	67,1
10 - 25%	14	7,4	8,2	75,3
26 - 51%	16	8,4	9,4	84,7
> 51%	26	13,7	15,3	100,0
Total de repostas válidas	170	89,5	100,0	
Não repostas	20	10,5		
Total	190	100,0		

3.3. 3. Quanto à distribuição de resultados e outras informações:

Quanto à opção para distribuição de resultados, ou capacidade para tal, questionou-se a população sobre se procedem regularmente à distribuição de resultados.

Tabela 3.6 – Distribuição de resultados

Distribuição de resultados	N.º	%		
		Total	Válida	Acumulada
Não	72	37,9	39,6	39,6
Sim	110	57,9	60,4	100,0
Total de repostas válidas	182	95,8	100,0	
Não repostas	8	4,2		
Total	190	100,0		

¹⁴ Taxa de dispersão = N.º Accionistas (Sócios)/N.º de partes de capital

Do total da amostra, 8 empresas (4,2%) não responderam e, das respostas válidas, 60,4% das empresas procedem regularmente à distribuição de resultados pelos sócios ou accionistas.

No seguimento das informações de carácter geral, questionou-se as sociedades anónimas se estão cotadas em mercado de bolsa e quais os factores determinantes para o recurso a esse mercado.

Relativamente ao recurso ao mercado de bolsa, do total de sociedades anónimas (147) que constituem a amostra, 4 (ou 2,7%) não responderam e, das que responderam, 27 sociedades, correspondentes a 18,4%, estão cotadas em mercado de bolsa (Tabela 3.7).

Tabela 3.7 – Sociedades anónimas cotadas

Empresa cotada em mercado	N.º	%		
		Total	Válida	Acumulada
Não	116	78,9	81,1	81,1
Sim	27	18,4	18,9	100,0
Total de repostas válidas	143	97,3	100,0	
Não repostas	4	2,7		
Total	147	100,0		

Quanto aos factores que determinaram o recurso ao mercado de bolsa, a taxa de resposta válida foi de 88,9%, o equivalente a 24 empresas (Tabela 3.8) e, dessas, algumas consideraram mais do que um factor. Assim, para 50% das empresas respondentes o factor determinante para o recurso ao mercado de bolsa foi o custo associado ao financiamento, enquanto que para 33% foi o factor credibilidade; 29,2% das empresas respondentes consideraram outros factores, tais como: manutenção da estrutura de

capitais com diversificação de investidores; processo de privatização; aumento do leque de fontes de financiamento; e, crescimento da empresa.

Tabela 3.8 – Determinantes do recurso ao mercado de bolsa

Determinantes	N.º	%	
		Total	Válida
Notoriedade	3	11,1	12,5
Publicidade/divulgação	2	7,4	8,3
Credibilidade	8	29,6	33,3
Custo associado ao financiamento	12	44,4	50,0
Outros	7	25,9	29,2
Resumo:			
Total de empresas que responderam	24	88,9	
Não respostas	3	11,1	
Total	27	100,0	

3.3. 4. Quanto aos factores de natureza estratégica:

Procedeu-se à avaliação, em termos estratégicos, das empresas que constituem a amostra através do levantamento das intenções de investimento, da tipologia e da caracterização estratégica dos mesmos.

Assim, das 190 empresas que constituem a amostra, 21 (ou 11,1%) não prevê a realização de qualquer investimento e 169 (ou 88,9%) prevêem realizar investimentos nos próximos dois exercícios. Quanto à tipologia dos investimentos a realizar, dessas 169 empresas: 129 (ou 76,33%) prevêem realizar investimentos de substituição; 104 (ou 61,54%) prevêem realizar investimentos de expansão da actividade; 21 (ou 12,43%) prevêem realizar investimentos destinados à obtenção de crescimento externo; e, 9 (ou 5,33%) prevêem realizar outros tipos de investimentos. Relativamente à caracterização

estratégica do investimento (Tabela 3.9), 1 empresa (ou 0,6%) não respondeu e, das restantes 168 empresas, 47,6% têm como objectivo aumentar a quota no mercado actual e 47% têm como objectivo a diversificação de produtos e (ou) mercados.

Tabela 3.9 – Caracterização estratégica do investimento

Descrição	N.º	%	
		Total	Válida
Diversificar produtos e/ou mercados	79	46,7	47,0
Aumentar a quota no mercado actual	80	47,3	47,6
Manter a quota de mercado	46	27,2	27,4
Outros	26	15,4	15,5
Resumo:			
Total de empresas que responderam	168	99,4	
Não respostas	1	0,6	
Total	169	100,0	

Por outro lado, das 169 empresas que prevêem realizar investimentos, 33 empresas (ou 17,4%) consideram a existência de limitações a esses investimentos originadas por factores de natureza financeira. Quanto à determinação desses factores, 1 empresa (ou 3%) não respondeu e, das restantes 32 empresas: 18 (ou 56,3%) consideram a realização de investimentos limitada por falta de capacidade de autofinanciamento; 11 (ou 34,4%), por dificuldades na obtenção de dívida; 7 (ou 21,9%), por dificuldades na obtenção de capitais próprios; e, 8 (ou 25%) por outros factores de natureza financeira.

3.3. 5. Quanto ao perfil do respondente:

Tal como referido no ponto 3.1., o questionário foi destinado ao gestor responsável pelas decisões de financiamento; assim, procurou-se recolher informações qualitativas

sobre o respondente com o objectivo de determinar o grau de conhecimento sobre os processos inerentes à decisão de financiamento e, em consequência, obter um indicador de fiabilidade das respostas e de validação dos resultados.

Dos 190 questionários recolhidos, 141 (ou 74,2%) foram preenchidos por respondentes do sexo masculino, 44 (23,2%), por respondentes do sexo feminino e 5 (2,6%) não responderam à questão. No que se refere à nacionalidade, 173 respondentes (ou 91,1%) são de nacionalidade Portuguesa, 5 (ou 2,6%) da União Europeia, excluindo Portugal, e 12 (ou 6,3%) não responderam à questão. Relativamente à habilitação literária do respondente, constata-se que a maioria detém formação académica elevada e, em consequência, que estes possuem nível de conhecimento compatível com as questões colocadas no questionário. Dos 185 que responderam à questão, apenas 6,4% não detêm formação académica superior (Tabela 3.10).

Tabela 3.10 - Formação académica do respondente

Descrição	N.º	%		
		Total	Válida	Acumulada
Ensino secundário	11	5,8	5,9	5,9
Licenciatura	122	64,2	65,9	71,9
Pós-graduação	25	13,2	13,5	85,4
MBA	16	8,4	8,6	94,1
Mestrado	10	5,3	5,4	99,5
Outra	1	0,5	0,5	100,0
Total de repostas válidas	185	97,4	100,0	
Não repostas	5	2,6		
Total	190	100,0		

De forma a aferir o nível de conhecimento do respondente sobre o processo de decisão de financiamento em vigor na empresa, questionou-se o nível de antiguidade do respondente na empresa. Assim, das 186 respostas obtidas (97,9%), 75,3% dos respondentes possui nível de antiguidade igual ou superior a 5 anos (Tabela 3.11), o que permite constatar um nível de conhecimento elevado sobre o processo de decisão de financiamento em vigor na empresa.

Tabela 3.11 – Antiguidade na empresa

Antiguidade na empresa	N.º	%		
		Total	Válida	Acumulada
< 5 anos	46	24,2	24,7	24,7
5 -9 anos	49	25,8	26,3	51,1
10 - 15 anos	44	23,2	23,7	74,7
16 - 20 anos	13	6,8	7,0	81,7
> 20 anos	34	17,9	18,3	100,0
Total de repostas válidas	186	97,9	100,0	
Não repostas	4	2,1		
Total	190	100,0		

3.4. O processo de financiamento e a empresa como unidade de análise

A revisão bibliográfica realizada no capítulo anterior utilizou a empresa como unidade de análise. A questão central aí tratada traduziu-se nas questões de natureza estratégica relacionadas com a decisão de financiamento sem, entretanto, se terem abordado as fontes de financiamento, as técnicas utilizadas para a avaliação da decisão de financiamento e os instrumentos disponíveis para a cobertura do risco associado à estrutura financeira.

Assim, construiu-se a parte IV do questionário destinada à caracterização da política de financiamento a qual, partindo da determinação do critério utilizado na escolha das fontes de financiamento¹⁵, questiona sobre as técnicas utilizadas para a avaliação da decisão de financiamento, sobre os factores determinantes para o recurso à emissão de dívida ou de capitais próprios e, finalmente, sobre as técnicas utilizadas para a cobertura do risco financeiro.

A concretização da unidade de análise origina a obtenção de respostas mais precisas em relação às que se obteria se esta focasse apenas factores genéricos, relacionados com a estratégia de financiamento.

O nível de estruturação do processo de financiamento depende do tipo de activos a financiar. Neves (1989), esquematizou a actividade da empresa, resultante das decisões

¹⁵ em conformidade com o exposto na revisão bibliográfica, existem fundamentalmente, três critérios: o que defende a manutenção dum ponto óptimo entre capital próprio e alheio; o que assenta na hierarquia das fontes de financiamento; e, outros critérios de natureza não financeira, nos quais se destaca a teoria do posicionamento estratégico.

tomadas ao nível estratégico e operacional, em ciclos financeiros interdependentes: o ciclo de investimento, que engloba o conjunto de actividades e decisões respeitantes à análise e selecção de investimentos ou desinvestimentos; o ciclo de exploração, que corresponde às decisões tomadas ao nível da actividade operacional da empresa e que se vai traduzir no valor das necessidades em fundo de maneio; e, o ciclo das operações financeiras, que corresponde às actividades de obtenção de fundos adequados ao financiamento dos dois ciclos anteriormente mencionados.

O financiamento do ciclo de investimento é efectuado através do recurso a operações de capital, que “visam obter os fundos estáveis para o financiamento dos activos estáveis e gerir de forma optimizada esses fundos” (Neves, 1989:53), sendo o financiamento do ciclo de exploração realizado com recurso às operações de tesouraria.

As operações de tesouraria, por resultarem de necessidades não estáveis, traduzem-se na obtenção de endividamento a curto prazo, que, de acordo com Brealey & Myers (1988), se pode traduzir, nomeadamente, pela emissão de papel comercial, pelo desconto de um aceite bancário ou pela obtenção dum empréstimo junto dum banco ou de uma empresa financeira. Este tipo de financiamentos, por serem rotineiros e de horizonte temporal curto, apresentam um processo de decisão com menos etapas e, portanto, menos sofisticado que o apresentado para as operações de capital.

As operações de capital, que se traduzem na obtenção de fundos estáveis, ou de médio e longo prazo, para Menezes (1988), vão ter repercussões sobre a estrutura de capitais da empresa e envolvem, nomeadamente, a escolha das fontes de financiamento dos novos investimentos em capital fixo e a política de distribuição de lucros. Das fontes de

financiamento de médio e longo prazo disponíveis destaca-se: o autofinanciamento; os suprimentos ou prestações suplementares de capital (caso a forma jurídica da empresa seja sociedade anónima ou sociedade por quotas, respectivamente); o aumento de capital social; os empréstimos bancários internos ou externos; a locação financeira mobiliária e imobiliária, a emissão de obrigações; entre outros (Menezes, 1988:362). Este tipo de financiamentos, por apresentarem características de estabilidade e consequências ao nível da estrutura de capitais, apresentam processo de decisão sofisticado.

Assim, dado que o "funcionamento dos mercados de capitais é imperfeito e os intermediários financeiros muitas vezes colocam condicionalismos de várias ordens para a sua intervenção" (Menezes, 1988:283), a selecção da estrutura de financiamento adequada é obtida após avaliação da decisão de financiamento e da necessidade de cobertura dos riscos financeiros associados.

No que respeita à avaliação da decisão de financiamento dos investimentos, Menezes (1988), apresenta os seguintes critérios:

- o custo do capital, segundo o qual a decisão de financiamento deve fundamentar-se no custo total médio ponderado e corrigido dos capitais utilizados pela empresa;
- o custo actual das fontes de financiamento, que se traduz na taxa de actualização dos fluxos de caixa resultantes da decisão de financiamento; e,
- o valor actual líquido da decisão de financiamento, que visa a determinação dos efeitos resultantes do recurso a capitais alheios para o financiamento, integral ou parcial, dos projectos de investimento;

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

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

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

- diminuição dos riscos associados à falência, pelo facto de, com a gestão dos riscos financeiros, se diminuir a variabilidade dos fluxos de caixa e, por essa via, reduzir-se o valor actual dos custos de falência;
- redução do valor pago do imposto sobre o rendimento;
- redução nos custos de obtenção de crédito em virtude da redução dos riscos sobre a estrutura de capitais.

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

Portanto, no que respeita à gestão dos riscos financeiro, questionou-se se as empresas procedem, de forma sistemática à cobertura dos riscos financeiros e, dos riscos associados ao financiamento com capitais alheios, quais os que habitualmente cobrem:

- riscos associados à taxa de câmbio, no sentido de proceder à fixação duma taxa relacionada com um financiamento em moeda estrangeira;
- riscos associados à variabilidade da taxa de juro; e,
- outros.

Questionou-se, também, quais os produtos financeiros utilizados na cobertura que se pretende efectuar; dos produtos derivados disponíveis destacam-se:

- os futuros sobre câmbios e sobre taxas de juro – contrato entre duas partes que permite a fixação, no presente, dos fluxos de caixa futuros associados a determinada operação que envolva taxas de câmbio ou taxas de juro;
- as opções de taxas de juro e de taxas de câmbio – contrato entre duas partes, em que o titular da opção fica com o direito (mas não a obrigação) de comprar ou de vender um activo numa data futura por um determinado preço. As coberturas em apreço consistem, fundamentalmente, em combinações entre opções de compra e de venda, com vista à obtenção de resultados positivos a partir (ou até) determinado patamar de taxa de juro ou de taxa de câmbio.
- os *Forward rate agreement* (acordos sobre taxas a prazo), na prática conhecidos por FRA – contrato de fixação a prazo de taxa de juro ou de câmbio, celebrado entre duas partes, que visa a fixação no presente da taxa de juro ou câmbio da operação futura;

- os *Swaps* cambiais – são transacções através das quais as duas partes trocam montantes equivalentes de duas moedas, a uma taxa de câmbio acordada (à vista), efectuando os reembolsos ao longo do tempo de acordo com uma regra pré definida; e,
- os *Swaps* sobre taxas de juro ou IRS¹⁶ - visam a cobertura do risco de subida (ou descida) de taxa de juro para um determinado período, em virtude de expectativas sobre a evolução das taxas ou por questões de planeamento financeiro;

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

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

¹⁶ forma abreviada para mencionar “*Interest Rate Swap*”

Saliente-se, ainda, que a organização relativa às questões 23 e 24 do questionário baseou-se estudo de Graham e Harvey (2001). Assim, a atribuição da importância a cada factor foi efectuada com recurso a uma escala numérica crescente, de “1” a “6” em que “1” representa a atribuição de pouca importância e “6” representa a atribuição de muita importância. Refira-se que, para efeitos de análise, vai considerar-se como: “pouco importante”, o agrupamento das respostas obtidas com os números “1” e “2”; “importante”, o agrupamento das respostas obtidas com os números “3” e “4”; e, “muito importante”, o agrupamento das respostas obtidas com os números “5” e “6”. Por outro lado, face à percentagem de respostas, em relação à amostra, considerou-se necessário determinar se as respostas obtidas, para cada factor, são representativas em relação à amostra.

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1. Análise dos resultados

Para responder aos objectivos da dissertação, este capítulo está dividido em duas partes. Na primeira parte procede-se à caracterização do processo de decisão de financiamento utilizado pelas empresas portuguesas, utilizando-se como objectos de análise, o critério utilizado na escolha das fontes de financiamento, a avaliação da decisão de financiamento e a cobertura dos riscos financeiros complementados com a análise dos factores preponderantes para o recurso a financiamento com capitais próprios e com capitais alheios.

Na segunda parte é realizada a análise das intenções e dos factores determinantes para o recurso ao mercado primário de capitais como forma de captação de capitais próprios.

De forma a aprofundarem-se os resultados obtidos, é realizada a sua análise pela forma jurídica da sociedade e pelas sociedades cotadas em mercado de bolsa.

4.1.1 O processo de decisão de financiamento

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

Tabela 4.1 – Critério utilizado na escolha das fontes de financiamento

Critério	N.º	%		
		Total	Válida	Acumulada
Manutenção de estrutura de capitais	36	18,9	19,0	19,0
Hierarquia das fontes de financiamento	92	48,4	48,7	67,7
Nenhum	61	32,1	32,3	100,0
Total de repostas válidas	189	99,5	100,0	
Não repostas	1	0,5		
Total	190	100,0		

Os resultados permitem concluir sobre a evidência favorável à hierarquia das fontes de financiamento como critério utilizado na escolha das fontes de financiamento. Porém, a percentagem obtida na utilização de nenhum dos dois critérios anteriores demonstra, também, tendência para que os gestores considerem importantes a oportunidade e os custos associados à fonte, em detrimento dos critérios financeiros. Por outro lado, a

manutenção de uma dada estrutura de capitais, pese embora o desenvolvimento teórico associado, tem pouca utilização prática, sendo utilizado como critério por apenas 19% das empresas que responderam ao questionário.

No que refere à distribuição por forma jurídica de sociedade, a conclusão é semelhante à obtida para a totalidade da amostra (Tabela 4.2).

Tabela 4.2 – Distribuição por forma jurídica da sociedade

	Anónima		Quotas		Outra	
	N.º	%	N.º	%	N.º	%
Manutenção de estrutura de capitais	29	19,9	7	20,6	0	0,0
Hierarquia das fontes	70	47,9	17	50,0	5	55,6
Nenhum	47	32,2	10	29,4	4	44,4
Total de repostas válidas	146	100,0	34	100,0	9	100,0

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

Em seguida foi realizado o estudo dos critérios utilizados na escolha das fontes de financiamento pelas sociedades cotadas, tendo-se obtido o seguinte resultado: 59,3% (ou 16 empresas) utilizam o critério da hierarquia das fontes de financiamento; 25,9% (ou 7 empresas) não utilizam nenhum dos critérios financeiros; e, apenas 14,8% (ou 4 empresas) utilizam como critério a manutenção de uma dada estrutura de capitais. Existe uma evidência mais forte na utilização do critério da hierarquia das fontes de financiamento nas empresas cotadas, relativamente às restantes.

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

Tabela 4.3 – Ordem de preferência das fontes de financiamento

N.º de Ordem	Retenção lucros		Aumento capital		Emp. bancário		Em. obrigações	
	N.º	%	N.º	%	N.º	%	N.º	%
1º	52	64,2	2	3,6	35	41,7		
2º	20	24,7	11	19,6	42	50,0	7	13,2
3º	8	9,9	25	44,6	5	6,0	18	34,0
4º	1	1,2	18	32,1	2	2,4	28	52,8
Total	81	100,0	56	100,0	84	100,0	53	100,0

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

Relativamente à ordem de preferência na hierarquia das fontes de financiamento por cada forma jurídica de sociedade incluída na amostra, há a referir o seguinte (Tabela 4.4):

- sociedades anónimas: 55,9% considera como primeira preferência a retenção de lucros, mas 50,8% considera, também, como primeira preferência o emissão de dívida bancária; 40,9% considera o aumento de capital como terceira preferência e 45,2% considera a emissão de obrigações como quarta preferência;
- sociedades por quotas: 88,2% considera a retenção de lucros como primeira preferência, 78,6% considera a emissão de dívida bancária como segunda preferência, 70% considera o aumento de capital como terceira preferência e 100% considera a emissão de obrigações como quarta preferência; e,

Tabela 4.4 – Ordem de preferência por forma jurídica de sociedade

N.º de Ordem	Retenção lucros		Aumento capital		Emp. bancário		Em. obrigações	
	N.º	%	N.º	%	N.º	%	N.º	%
Soc. Anónima:								
1º	33	55,9	2	4,5	33	50,8		
2º	17	28,8	8	18,2	27	41,5	7	16,7
3º	8	13,6	18	40,9	3	4,6	16	38,1
4º	1	1,7	16	36,4	2	3,1	19	45,2
Soc. Quotas:								
1º	15	88,2			1	7,1		
2º	2	11,8	3	30,0	11	78,6		
3º			7	70,0	2	14,3		
4º							9	100,0
Outras:								
1º	4	80,0			1	20,0		
2º	1	20,0			4	80,0		
3º							2	100,0
4º			2	100,0				

- Outras: 80% considera o aumento de capital como primeira preferência e a emissão de dívida bancária como segunda preferência; 100% considera a emissão de obrigações como terceira preferência e o aumento de capital como quarta preferência.

No que se refere às sociedades cotadas em mercado de bolsa, a ordem de preferência na hierarquia das fontes de financiamento é (Tabela 4.5): 69,2% considera a retenção de lucros como primeira preferência; 37,5% considera como segunda (e primeira) preferência a emissão de dívida bancária; 30,8% considera como terceira (e quarta) preferência o aumento de capital; e, 41,7% considera como quarta preferência a emissão de obrigações.

Tabela 4.5 – Ordem de preferência das sociedades cotadas em mercado de bolsa

N.º de Ordem	Retenção lucros		Aumento capital		Emp. bancário		Em. obrigações	
	N.º	%	N.º	%	N.º	%	N.º	%
1º	9	69,2	2	15,4	6	37,5		
2º	2	15,4	3	23,1	6	37,5	3	25,0
3º	2	15,4	4	30,8	2	12,5	4	33,3
4º			4	30,8	2	12,5	5	41,7
Total	13	100,0	13	100,0	16	100,0	12	100,0

Em suma, pese embora o reduzido número de sociedades com forma jurídica diferente de sociedade anónima e de sociedade por quotas, apenas estas definem a ordem de preferência na hierarquia das fontes de financiamento em conformidade com o disposto pela respectiva teoria. Por outro lado, as sociedades anónimas e, incluídas neste grupo,

as sociedades cotadas em mercado de bolsa assumem preferível o aumento de capital à emissão de obrigações, como terceira preferência.

De forma a complementar a análise relativa aos critérios utilizados na escolha das fontes de financiamento, questionou-se as empresas sobre a ordem de importância de diversos factores, identificados na revisão bibliográfica, que influenciam a escolha da fonte de financiamento através de emissão de dívida (empréstimos bancários ou obrigacionistas) e de capitais próprios.

No que respeita ao financiamento com emissão de dívida representada por empréstimos bancários ou por empréstimos obrigacionistas, definiu-se, entre outros, os seguintes factores determinantes para essa decisão de financiamento: a variabilidade dos lucros e dos fluxos de caixa; o nível da taxa de juro; o rácio de endividamento de outras empresas do sector; a manutenção ou obtenção de flexibilidade financeira da empresa; os custos inerentes à emissão de dívida, representados por impostos e custos de intermediação financeira; a obtenção de *rating* de crédito favorável; a manutenção da independência financeira da empresa; a poupança fiscal proporcionada pela consideração dos encargos financeiros como custo para efeitos fiscais; e, o empenho de todos os gestores e a eficiência nas decisões (Tabela 4.6).

Da aplicação do teste qui-quadrado aos factores enunciados resulta que as respostas obtidas para os “impostos e custos inerentes à emissão de dívida”; a “poupança fiscal decorrente da dedutibilidade dos juros”; e, “outros” não são representativas da amostra das empresas respondentes.

Tabela 4.6 – Determinantes da emissão de dívida

Factores	Importância (%)			Total Válidas		% Não respostas	λ^2	α
	Pouco	Importante	Muito	N.º	%			
Variabilidade dos lucros e dos fluxos de caixa	10,0	30,0	60,0	160	100,0	15,8	6,653	0,758
Nível de taxa de juro	2,4	21,2	76,4	165	100,0	13,2	4,311	0,828
Rácio de endividamento das outras empresas do sector	67,1	27,7	5,2	155	100,0	18,4	11,509	0,319
Flexibilidade financeira	25,3	42,7	32,0	150	100,0	21,1	6,380	0,782
Impostos e custos inerentes à emissão de dívida	27,7	37,7	34,6	159	100,0	16,3	18,809	0,043
Rating de crédito	23,7	44,9	31,4	156	100,0	17,9	10,488	0,399
Manutenção da independência financeira	6,8	43,5	49,7	161	100,0	15,3	15,115	0,128
Poupança fiscal decorrente da dedutibilidade dos juros	33,8	40,1	25,5	157	100,0	18	26,604	0,009
Empenho de todos os gestores e a eficiência nas decisões	18,1	47,7	34,2	149	100,0	21,6	9,314	0,503
Tipo de garantias exigidas pelos financiadores	15,2	39,2	45,6	158	100,0	16,8	13,386	0,203
Outros	0,0	0,0	100,0	3	100,0	98,4	-	-

Considerando o exposto, dos factores apresentados, são considerados “muitos importantes” para a emissão de dívida representada por empréstimos bancários e empréstimos obrigacionistas, a variabilidade dos lucros e dos fluxos de caixa, o nível de taxa de juro, a manutenção da independência financeira e o tipo de garantias exigidas pelos financiadores. São considerados “importantes”, a manutenção ou obtenção de flexibilidade financeira da empresa, os custos inerentes à emissão de dívida, representados por impostos e custos de intermediação financeira, a obtenção de *rating* de crédito favorável e o empenho de todos os gestores e a eficiência nas decisões. Relativamente ao factor poupança fiscal proporcionada pela consideração dos encargos financeiros como custo para efeitos fiscais existe evidência da consideração do factor como “importante”, pese embora a percentagem dos que consideram “pouco importante”, seja aproximada.

No que respeita ao financiamento através de aumento de capital social, definiu-se, entre outros, os seguintes factores determinantes para essa decisão de financiamento: emissão de acções/quotas menos arriscada; oferta de *stock option* aos gestores; emissão de acções/quotas menos onerosa; manutenção do rácio de endividamento ideal; quantia em

acções/quotas semelhante a outras empresas; insuficiência de autofinanciamento; emissão de acções/quotas dar melhor imagem; imposto sobre capital mais baixo que sobre os dividendos; acções/quotas sub ou sobre avaliadas; impossibilidade de recurso a outras fontes de financiamento; e, diluição dos lucros por acção/quota (Tabela 4.7).

Tabela 4.7 – Determinantes da emissão de capital social

Factores	Importância (%)			Total Válidas		% Não respostas	λ^2	α
	Pouco	Importante	Muito	N.º	%			
Emissão de acções/quotas menos arriscada	30,8	38,5	30,8	91	100,0	52,1	9,829	0,456
Oferta de stock option aos gestores	66,3	23,6	10,1	89	100,0	53,2	6,332	0,610
Emissão de acções/quotas mais barata	38,6	30,7	30,7	88	100,0	53,7	6,726	0,751
Manutenção do rácio de endividamento ideal	14,0	43,0	43,0	93	100,0	51,1	16,320	0,091
Quantia em acções/quotas semelhante a outras empresas	70,0	27,8	2,2	90	100,0	52,6	12,025	0,150
Insuficiência de autofinanciamento	20,2	40,4	39,4	94	100,0	50,5	12,913	0,229
Emissão de acções/quotas dar melhor imagem	45,6	32,2	22,2	90	100,0	52,6	7,755	0,653
Imposto sobre capital mais baixo que sobre os dividendos	45,1	41,8	13,2	91	100,0	52,1	13,904	0,177
Acções/quotas sub ou sobre avaliadas	55,7	35,2	9,1	88	100,0	53,7	8,401	0,590
Impossibilidade de recurso a outras fontes de financiamento	48,4	35,2	16,5	91	100,0	52,1	8,501	0,580
Diluição dos lucros por acção/quota	56,2	39,3	4,5	89	100,0	53,2	4,856	0,901
Outros	33,3	0,0	66,7	3	100,0	98,4	-	-

Embora a taxa média de respostas válidas seja inferior a 50% (excluindo o factor “outros”), pela análise do teste qui-quadrado conclui-se que, com excepção para o factor “outros”, as repostas obtidas para cada factor são representativas da amostra das empresas respondentes. Considerando o referido, existe evidência sobre a consideração como “importantes” ou “muito importantes” para a decisão de financiamento através da emissão de capital social, para os seguintes factores: emissão de acções/quotas menos arriscada; manutenção do rácio de endividamento ideal; e, insuficiência de autofinanciamento, sendo atribuída pouca importância aos restantes factores enunciados. É de referir que, dos factores enunciados, aquele a que foi atribuída maior importância foi a “manutenção do rácio de endividamento ideal”.

Este resultado embora pareça contraditório com os descritos na tabela 4.1, são complementares e demonstram que, embora as empresas escolham as fontes de financiamento com base numa determinada hierarquia, considerada como mais provável, utilizam a emissão de capital social como recurso para atingirem um rácio de endividamento ideal.

Estudada a amostra no se que refere aos critérios utilizados na escolha das fontes de financiamento e aos factores que determinam a decisão de financiamento com recurso a capital social e emissão de dívida, procede-se, de seguida, à caracterização do grau de sofisticação utilizado no processo, através da prática de avaliação das decisões de financiamento e de cobertura sistemática dos riscos financeiros.

Tabela 4.8 – Avaliação das decisões de financiamento

Forma jurídica	Não		Sim		Total	
	N.º	%	N.º	%	N.º	%
Sociedade Anónima	25	17,0	122	83,0	147	100,0
Sociedade por quotas	7	20,6	27	79,4	34	100,0
Outra	5	55,6	4	44,4	9	100,0
Total	37	19,5	153	80,5	190	100,0

No que refere à prática sistemática de avaliação das decisões de financiamento para os investimentos efectuados, das 190 empresas que constituem a amostra, 80,5% utilizam esse método (Tabela 4.8). Procedendo à decomposição dos resultados de acordo com a forma jurídica da sociedade, verifica-se que 83% das sociedades anónimas e 79,4% das sociedades por quotas efectuam, de forma sistemática, a avaliação das decisões de financiamento para os investimentos efectuados; o mesmo acontece com a totalidade das empresas cotadas em mercado de bolsa (27 empresas) que constituem a amostra.

Para a avaliação dessas decisões, constata-se a predominância dos métodos de avaliação de natureza financeira relativamente a critérios não financeiros. Dos primeiros, os mais utilizados são o método do custo de capital, por 42,1% das empresas, e o método do custo actual das fontes de financiamento, por 38,6% das empresas. Os critérios não financeiros são utilizados por 20% das empresas (Tabela 4.9). É de salientar que uma empresa pode utilizar vários métodos.

Tabela 4.9 – Métodos de avaliação utilizados

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

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

Para as empresas cotadas em mercado de bolsa há a referir a menor utilização de critérios não financeiros (3 empresas, ou 11,5%, utilizam critérios não financeiros e 1 empresa, ou 3,8%, utiliza outros critérios) e uma taxa de utilização superior dos dois primeiros métodos, relativamente à totalidade da amostra. Assim, 53,8% e 50% das empresas cotadas em mercado de bolsa recorrem, respectivamente, ao método do custo do capital e ao método do custo actual das fontes de financiamento para realizarem a avaliação das decisões de financiamento para os investimentos efectuados (Tabela 4.10).

Tabela 4.10 – Métodos de avaliação utilizados – sociedades cotadas

Método de avaliação	N.º	%
Método do custo do capital	14	53,8
Método do custo actual das fontes de financiamento	13	50,0
Valor actual líquido da decisão de financiamento	8	30,8
Critérios não financeiros	3	11,5
Outros	1	3,8

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

No que se refere à prática sistemática de operações de cobertura de riscos financeiros, em primeiro lugar procurou-se aferir se as empresas que constituem a amostra estão expostas ao risco cambial decorrente do recurso a financiamentos em moeda estrangeira.

Tabela 4.11 – Financiamento em moeda estrangeira

Descrição	Não		Sim		Total válidas		% Não respostas
	N.º	%	N.º	%	N.º	%	
Quanto à forma jurídica:							
Sociedade Anónima	70	49,0	73	51,0	143	100,0	2,1
Sociedade por quotas	17	54,8	14	45,2	31	100,0	1,6
Outra	8	88,9	1	11,1	9	100,0	
Total	95	51,9	88	48,1	183	100,0	3,7
Quanto ao recurso a mercado de bolsa:							
Empresa cotada em mercado de bolsa	11	42,3	15	57,7	26	100,0	3,7

Das empresas que constituem a amostra, 183 responderam (96,3%) e, dessas, 48,1% estão, ou já estiveram, expostas ao risco cambial decorrente do recurso a financiamentos em moeda estrangeira (Tabela 4.11). No que se refere à distribuição dos resultados, quanto à forma jurídica de sociedade, 51% das sociedades anónimas e 45,2% das sociedades por quotas estão, ou já estiveram, expostas ao risco cambial; o mesmo acontece com 57,7% das empresas cotadas em mercado de bolsa. Os resultados evidenciam acréscimo de utilização de financiamentos em moeda estrangeira, relacionado com o grau de sofisticação da gestão (derivado do efeito dimensão da empresa e/ou, eventualmente, do tipo de mercado em que a empresa actua).

Decorrente da eventual exposição ao risco cambial e, ainda, ao risco de eventuais subidas da taxa de juro, questionou-se a empresas sobre a prática sistemática de cobertura dos riscos financeiros.

Tabela 4.12 – Cobertura de riscos financeiros

Descrição	Não		Sim		Total		% Não respostas
	N.º	%	N.º	%	N.º	%	
Quanto à forma jurídica:							
Sociedade Anónima	82	57,7	60	42,3	142	100,0	2,6
Sociedade por quotas	19	63,3	11	36,7	30	100,0	2,1
Outra	7	77,8	2	22,2	9	100,0	
Total	108	59,7	73	40,3	181	100,0	4,7
Quanto ao recurso a mercado de bolsa:							
Empresa cotada em mercado de bolsa	10	40,0	15	60,0	25	100,0	7,4

Obteve-se resposta válida de 181 empresas (ou 95,3%), das quais, 40,3% procedem, de forma sistemática à cobertura dos riscos financeiros (Tabela 4.12). Tal como para o recurso a financiamentos em moeda estrangeira, a análise dos resultados evidencia acréscimo na prática de cobertura de riscos financeiros relacionado com o grau de sofisticação da gestão. Assim, 42,3% das sociedades anónimas – percentagem superior à média obtida – e 36,7% das sociedades por quotas – percentagem inferior à média obtida - praticam de forma sistemática a cobertura de riscos financeiros; o mesmo acontece com 60% das sociedades cotadas em mercado de bolsa. Refira-se que, caso se expurgue das sociedades anónimas, as sociedades cotadas em bolsa, a percentagem destas sociedades que pratica a cobertura de riscos financeiros reduz-se para 38,5%, superior à obtida para as sociedades por quotas.

Quanto ao tipo de riscos cobertos, 75,7% das empresas procedem à cobertura de riscos cambias, 65,2% de taxa de juro e 5,8% de outro tipo de riscos (Tabela 4.13). No que respeita à distribuição dos resultados por forma jurídica de empresa, 77,6% e 68,6% das

sociedades anónimas procedem, respectivamente, à cobertura de risco cambial e de taxa de juro; o mesmo acontece com 80% e 40% das sociedades por quotas (considere-se o baixo número destas sociedades que procedem à cobertura dos riscos), respectivamente.

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

Tabela 4.13 – Tipo de riscos cobertos

Descrição	Cambial		Taxa Juro		Outros	
	N.º	%	N.º	%	N.º	%
Quanto à forma jurídica:						
Sociedade Anónima	45	77,6	39	68,4	2	3,5
Sociedade por quotas	8	80,0	4	40,0	1	10,0
Outra			2	100,0	1	50,0
Total	53	75,7	45	65,2	4	5,8
Quanto ao recurso a mercado de bolsa:						
Empresa cotada em mercado de bolsa	12	80,0	14	93,3	1	6,7

Quanto aos produtos financeiros utilizados na cobertura desses riscos (Tabela 4.14), os mais utilizados são os Swaps cambiais, por 56,5% das sociedades e os Swaps sobre taxas de juro, por 55,1% das sociedades.

Considerando o baixo número de sociedades por quotas que constituem a grelha de resultados, as conclusões relativas à distribuição por forma jurídica de sociedade

apresentam-se semelhantes às obtidas para a totalidade das empresas que constituem a amostra realizaram a cobertura dos riscos financeiros.

Tabela 4.14 – Produtos financeiros para cobertura

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

No que se refere à utilização desses produtos pelas empresas cotadas em mercado de bolsa que cobrem os riscos financeiros, os resultados evidenciam a preferência pelo utilização dos produtos derivados compostos em detrimento dos futuros (principalmente) e das opções (Tabela 4.15).

Tabela 4.15 – Produtos financeiros – empresas cotadas

Produto financeiro	N.º	%
Futuros	1	6,7
Opções	4	26,7
FRA's	7	46,7
Swaps cambiais	9	60,0
Swaps sobre taxas de juro	13	86,7
Outros		

A distribuição dos resultados diverge dos resultados agregados e por tipo de sociedade, pelo que, para melhorar a análise, vai proceder-se à distribuição dos resultados para as empresas não cotadas em mercado de bolsa.

Embora, para as empresas não cotadas em mercado de bolsa, exista predominância de utilização dos produtos derivados compostos, verifica-se, igualmente, recurso aos futuros e opções em nível não negligenciável (Tabela 4.16).

Tabela 4.16 – Produtos financeiros – empresas não cotadas

Produto financeiro	N.º	%
Futuros	12	17,6
Opções	19	29,2
FRA's	16	25,8
Swaps cambiais	30	50,0
Swaps sobre taxas de juro	25	44,6
Outros	2	2,9

4.1.2 Recurso ao mercado primário de capitais

Uma das formas de realizar os aumentos de capital social, provenientes da emissão de novas acções, consiste no recurso ao mercado primário de capitais, com a obrigatoriedade de cumprimento dos requisitos apresentados no ponto 3.3.2 do capítulo 3.

Os resultados obtidos indicam que, das sociedades anónimas que, eventualmente, podem recorrer a este mercado (113 sociedades anónimas), apenas 8 (ou seja 7,1%) recorre habitualmente ao mercado primário de títulos como forma de captar capitais próprios através da emissão de novas acções. Dessas 8 sociedades, apenas 2 não se encontram cotadas em mercado de bolsa. Este resultado sugere fraco interesse pelo recurso a esse mercado.

No sentido de validar a conclusão supra referida, questionou-se as restantes empresas que constituem a amostra se consideram a possibilidade de vir a recorrer ao mercado primário de capitais, independentemente da forma jurídica e do eventual cumprimento dos requisitos de admissão. Obteve-se um total de 167 respostas válidas, equivalente a 91,8% de taxa de resposta válida, das quais 19 empresas (ou 11,38%) admitiram a possibilidade de recorrerem ao mercado primário de capitais como forma de captar capitais próprios através da emissão de novas acções (Tabela 4.17). Dessas 19 empresas, 18 (ou 14,3% das 126 sociedades anónimas que responderam) têm a forma jurídica de sociedade anónima e 1 (ou 3,1% das 32 sociedades por quotas que responderam) de sociedade por quotas. Este resultado sugere fraco interesse futuro em relação ao mercado primário de capitais.

Tabela 4.17 – Possibilidade de recurso ao mercado primário de capitais

Descrição	N.º	%		
		Total	Válida	Acumulada
Não	104	57,1	62,28	62,28
Sim	19	10,4	11,38	73,65
Não aplicável	44	24,2	26,35	100,00
Total de repostas válidas	167	91,8	100,00	
Não repostas	15	8,2		
Total	182	100,0		

Relativamente ao cumprimento dos requisitos para admissão ao mercado de capitais, apenas 5 empresas (26,4%) cumprem o requisito da taxa de dispersão de capital superior a 25% (Tabela 4.18). Por outro lado, a totalidade cumpre o requisito do exercício da actividade há, pelo menos, três anos, 18 (ou 94,7%) procederam à publicação do relatório e contas referentes aos três últimos exercícios e, finalmente, 12 (ou 63%) possuem taxa de autonomia financeira igual ou superior a 25%, das quais, apenas 2 (ou 10,5%) superam os 35%.

Tabela 4.18 – Requisito – Taxa de dispersão do capital social

Taxa de dispersão	N.º	%		
		Total	Válida	Acumulada
< 10%	8	42,1	50,0	50,0
10 - 25%	3	15,8	18,8	68,8
26 - 51%	4	21,1	25,0	93,8
> 51%	1	5,3	6,3	100,0
Total de repostas válidas	16	84,2	100,0	
Não repostas	3	15,8		
Total	19	100,0		

Considerando a capacidade actual de cumprimento dos requisitos, só seria permitido o recurso a 5 empresas, no máximo, ao mercado primário de capitais. Portanto, os resultados evidenciam, para além da falta de interesse demonstrada por este mercado, incapacidade das empresas em cumprirem os requisitos de admissão, nomeadamente no que respeita à dispersão do capital social.

Questionou-se sobre os factores que sustentam a decisão de recorrer ao mercado primário de capitais; das 19 empresas que admitem essa hipótese, 17 responderam (89,5%) e, dessas, 76,5% consideram o custo associado ao financiamento como factor determinante, 47,1% e 35,3% consideram que o recurso a esse mercado traduz-se num aumento de notoriedade e de credibilidade, respectivamente, da empresa perante o mercado (Tabela 4.19).

Tabela 4.19 – Factores determinantes para decisão de recurso ao mercado de bolsa

Factores	N.º	%
Notoriedade	8	47,1
Publicidade/divulgação	2	11,8
Credibilidade	6	35,3
Custo associado ao financiamento	13	76,5
Outros	1	5,9

Pelo contrário, questionou-se as empresas que excluem a hipótese de recorrerem ao mercado primário de capitais sobre os factores que determinam essa decisão. Assim, das 104 empresas (Tabela 4.17) que excluem essa hipótese, 88 responderam (ou 84,6%) e, dessas, 53,4% considera o desinteresse pelo mercado como factor determinante para a decisão, 34,1% considera factores diversos e 13,6% considera o custo associado ao financiamento (Tabela 4.20).

Tabela 4.20 – Factores determinantes para a exclusão de recurso ao mercado de bolsa

Factores	N.º	%
Não cumprimento dos requisitos	8	9,1
Custo associado ao financiamento	12	13,6
Desconhecimento das regras deste mercado	2	2,3
Desinteresse pelo mercado	47	53,4
Outros	30	34,1

Em suma, a análise dos resultados confirma o fraco interesse demonstrado pelo mercado primário de capitais porém, não confirma a hipótese, supra apresentada, da falta de capacidade de cumprimento dos requisitos de admissão. Quanto ao eventual interesse pelo mercado, esse deve-se ao facto de existir entendimento sobre a necessidade de redução dos custos associados ao financiamento e, ainda, a factores de natureza subjectiva tais como a notoriedade e a credibilidade da empresa perante o mercado.

4.2. Discussão dos resultados

O presente estudo pretende contribuir para o conhecimento do processo de decisão e das práticas de financiamento utilizados pelas empresas que operam em Portugal. Trata-se de uma vertente de análise relacionada com os processos e comportamentos que determinam a estrutura de capitais, influenciados pelas características do mercado Português.

A obtenção do conhecimento, mesmo que aproximado, da realidade Portuguesa, contribui para a melhoria da determinação dos factores críticos inerentes às decisões de financiamento e, por essa via, para a utilização de soluções de financiamento e de gestão de riscos financeiros adequadas. Os resultados obtidos também contribuíram para melhorar o enfoque, ao nível académico e profissional, sobre a prática das finanças empresariais no mercado Português.

Os resultados obtidos, no que respeita aos critérios utilizados na escolha das fontes de financiamento, confirmam os obtidos em estudos empíricos anteriores sobre a realidade Portuguesa, nomeadamente: de Simplício (2002); de Rita (2003); e, de Matias (2000); em complemento, sugerem a existência de harmonização, a nível internacional, relativamente a esse procedimento, ao apresentarem conclusão idêntica à obtida por: Graham e Harvey (2001) e Myers (1984), nos EUA; por Junior e Melo (1999), no Brasil; por Gálvez (1999) e Arias *et al* (2000), na Espanha; por Allen (1991), na Austrália; entre outros.

No que se refere aos resultados obtidos sobre o processo de financiamento, desconhece-se a realização de estudos versando as variáveis ora analisadas, pelo que não é possível realizar qualquer comparação. Saliente-se que os resultados apurados no presente estudo confirmaram, globalmente, as hipóteses colocadas, previamente, à realização desta tese.

Porém, reconhece-se a existência de limitações quanto ao método e quanto à população em análise. No que refere ao método, conforme exposto no capítulo 3, ponto 3.1, reconhece-se que a entrevista directa, ao invés do questionário, possibilitaria aumentar a qualidade e fiabilidade dos resultados obtidos, quer na vertente da interpretação homogénea das questões colocadas quer na vertente da percepção de envolvimento que o respondente detém na empresa.

No que se refere à população em análise, ao seleccionar-se uma lista das 500 maiores empresas adicionada de outras cotadas em mercado de capitais, está-se a representar o processo de financiamento das maiores empresas, e com maior grau de sofisticação da gestão, que operam em Portugal.

Também, o facto de não ser objectivo do presente estudo, o controlo dos resultados obtidos através da consulta dos elementos contabilísticos das respectivas empresas e de não se ter focado a análise dos resultados para outras variáveis (por exemplo, sector de actividade), constituem limitação (mas também hipótese de estudo futuro).

Pese embora o exposto, os resultados apenas representam as empresas que constituem a população seleccionada, as quais não são representativas da totalidade das empresas que

operam em Portugal, pois estão enquadradas ao nível superior quer em dimensão quer em práticas de gestão.

Outras limitações poderiam ser apontadas, porém através das enunciadas, podem-se encontrar pistas para estudos futuros. A primeira pista consiste na sugestão de actualização futura dos resultados ora encontrados, através da elaboração de estudos sobre a mesma (ou idêntica) população em intervalos regulares de tempo. Outras pistas consistem: no alargamento da população, de forma a representar as empresas que operam em Portugal, sendo para isso necessário maior afectação de meios materiais e humanos e, porventura, a cooperação entre várias Universidades localizadas em regiões distintas; e, na elaboração de estudos complementares, baseados em variáveis contabilísticas.

Estas pistas para estudos futuros baseiam-se na convicção que, o conhecimento adequado da prática das finanças empresariais, em Portugal contribuirá para promover contributos positivos no ensino desta área de especialização e, em consequência, para elevar a formação teórica e profissional das pessoas com ela relacionadas.

5. CONCLUSÃO

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

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

Assim, a definição dos objectivos a atingir e a análise dos recursos existentes para a produção da presente tese, conduziram à adopção do método de investigação baseado no envio, via postal, dum questionário directo a 425 empresas que operam em Portugal, não pertencentes ao sector financeiro, nas quais se incluíram as maiores empresas, por volume de negócios, reportado ao exercício 2001, que integraram a edição “Publico 500 – As maiores empresas não financeiras de Portugal” e todas as empresas cotadas em mercado de valores mobiliários, Euronext Lisboa. Obteve-se a amostra constituída por 190 empresas com respostas válidas, o que correspondeu à taxa de resposta de 44,71%, considerada boa face à obtida noutros estudos incidentes sobre população idêntica. Da

análise do teste qui-quadrado efectuado sobre a amostra, verificou-se que esta é representativa da população.

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

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

A variabilidade dos lucros e dos fluxos de caixa, o nível de taxa de juro, a manutenção da independência financeira, o tipo de garantias exigidas pelos financiadores, a obtenção de flexibilidade financeira, os custos inerentes à emissão de dívida, a obtenção de *rating* de crédito favorável e o empenho e a eficiência de todos os gestores nas

decisões foram considerados factores determinantes para a emissão de dívida bancária. No que respeita à emissão de capitais próprios, foram considerados como factores determinantes, o facto da emissão de acções ou quotas ser menos arriscada, a manutenção do rácio de endividamento ideal e a insuficiência de autofinanciamento;

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

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

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

No que respeita ao interesse sobre a procura de capitais próprios com recurso ao mercado primário de títulos, os resultados sugerem falta de interesse relativamente a esse mercado. Das empresas que recorrem ou já recorreram, 75% já se encontram cotadas em mercado de capitais. Quanto ao interesse futuro, apenas 11,8% admitiram a possibilidade mas, dessas, apenas 3% cumpre, actualmente, os requisitos para a admissão, nomeadamente, o da dispersão do capital pelo público. Este facto, indicia a existência de uma estrutura empresarial com predominância de empresas com capital pouco disperso.

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

Em suma, os resultados do estudo evidenciaram:

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

ANEXOS

Anexo I - Questionário

QUESTIONÁRIO

Análise do Processo de Decisão de Financiamento Utilizado pelas Empresas Portuguesas

INSTRUÇÕES:

- O questionário deve ser respondido por gestores responsáveis pelas decisões de financiamento adoptadas pela empresa (gestor financeiro).
- Preencher a lápis ou caneta esférogáfica (preta ou azul), com uma cruz bem visível, o interior dos quadrados seleccionados.
- Se alguma pergunta for considerada "não aplicável", por favor não responda.

I – Caracterização geral da empresa

- | | |
|---|---|
| <p>1. Exerce actividade há mais de três anos?</p> <p><input type="checkbox"/> Sim <input type="checkbox"/> Não</p> | <p>2. Se respondeu sim, procedeu à publicação dos relatórios e contas dos três últimos exercícios?</p> <p><input type="checkbox"/> Sim <input type="checkbox"/> Não</p> |
| <p>3. Qual a sua forma jurídica?</p> <p><input type="checkbox"/> Sociedade Anónima</p> <p><input type="checkbox"/> Sociedade por Quotas</p> <p><input type="checkbox"/> Outra _____</p> | <p>4. Distribui resultados?</p> <p><input type="checkbox"/> Sim <input type="checkbox"/> Não</p> |
| <p>5. Indique a % de dispersão do capital social:</p> <p><input type="checkbox"/> < 10%</p> <p><input type="checkbox"/> 10 – 25%</p> <p><input type="checkbox"/> 26 – 51%</p> <p><input type="checkbox"/> > 51%</p> | <p>6. Indique a taxa de autonomia financeira:</p> <p><input type="checkbox"/> < 25%</p> <p><input type="checkbox"/> 25 – 35%</p> <p><input type="checkbox"/> 36 – 45%</p> <p><input type="checkbox"/> > 45%</p> |

Caso a forma jurídica da sociedade seja diferente de "sociedade anónima", passe para a questão 9, S.F.F.

7. A empresa está cotada no mercado de valores mobiliários?
- Sim Não

Caso tenha respondido "Não" na questão anterior, passe para a questão 9, S.F.F.

8. Quais os factores que determinaram a decisão de recorrer ao mercado de Bolsa?
- Notoriedade
- Publicidade
- Divulgação
- Custo associado ao financiamento
- Outros, especifique por favor _____

II – Perfil do "respondente"

- | | | | |
|--|---|---|--|
| <p>9. Idade</p> <p><input type="checkbox"/> < 30 anos</p> <p><input type="checkbox"/> 30 – 39 anos</p> <p><input type="checkbox"/> 40 – 49 anos</p> <p><input type="checkbox"/> 50 – 59 anos</p> <p><input type="checkbox"/> > 60 anos</p> | <p>10. Formação Académica</p> <p><input type="checkbox"/> Ensino secundário</p> <p><input type="checkbox"/> Licenciatura</p> <p><input type="checkbox"/> Pós-graduação</p> <p><input type="checkbox"/> MBA</p> <p><input type="checkbox"/> Mestrado</p> <p><input type="checkbox"/> Outra _____</p> | <p>11. Antiguidade na Empresa</p> <p><input type="checkbox"/> < 5 anos</p> <p><input type="checkbox"/> 5 – 9 anos</p> <p><input type="checkbox"/> 10 – 15 anos</p> <p><input type="checkbox"/> 16 – 20 anos</p> <p><input type="checkbox"/> > 20 anos</p> | <p>12. Sexo</p> <p><input type="checkbox"/> Masculino</p> <p><input type="checkbox"/> Feminino</p> <p>13. Nacionalidade</p> <p><input type="checkbox"/> Português</p> <p><input type="checkbox"/> União Europeia</p> <p><input type="checkbox"/> Outra _____</p> |
|--|---|---|--|

III – Caracterização estratégica de investimento

14. Nos próximos dois exercícios a empresa prevê realizar investimentos?

- Sim Não

Se respondeu “Não” passe para a questão 19, S.F.F.

15. Qual o tipo de investimentos que prevê realizar?

- Investimentos de expansão
 Investimentos de substituição
 Crescimento externo (aquisição de participações noutras empresas)
 Outros, especifique por favor _____

16. Com esses investimentos a empresa pretende:

- Diversificar produtos e/ou mercados
 Aumentar a quota no mercado actual
 Manter a quota de mercado
 Outros, especifique por favor _____

17. Prevê que esses investimentos sejam limitados por algum factor de natureza meramente financeira?

- Sim Não

18. Se respondeu “Sim”, qual ou quais?

- Falta de capacidade de autofinanciamento
 Dificuldade na obtenção de capitais alheios (dívida)
 Dificuldade na obtenção de capitais próprios (acções/quotas)
 Outros, especifique por favor _____

IV – Caracterização da política de financiamento

19. Qual o principal critério utilizado na escolha das fontes de financiamento?

- A manutenção de uma dada estrutura de capitais.
 Seguir uma hierarquia de modo que só se utiliza outra fonte de financiamento quando aquela que se considera mais vantajosa está esgotada.
 Não é seguida nenhuma norma e a decisão é tomada de acordo com o custo das fontes e a oportunidade.

20. Se é seguida uma hierarquia na escolha das fontes de financiamento, indique a ordem de preferência na sua empresa (1 – mais preferida; 2 – segundo lugar; 3 – terceiro lugar; e, 4 – quarto lugar)

- _____ Retenção de lucros
 _____ Aumento de capital (emissão de acções/quotas)
 _____ Empréstimo bancário
 _____ Emissão de obrigações

21. No âmbito do processo de financiamento das decisões de investimento, é efectuada, de forma sistemática, a avaliação das decisões de financiamento?

- Sim Não

Se respondeu “Não” passe para a questão 23, S.F.F.

22. Quais os métodos utilizados para essa avaliação?

- O método do custo do capital
 O método do custo actual das fontes de financiamento
 O valor actual líquido da decisão de financiamento
 Critérios não financeiros
 Outros, especifique por favor _____

23. Indique a importância relativa dos seguintes factores sobre a decisão de financiamento da sua empresa através de emissão de dívida (bancária ou obrigações):

6	5	4	3	2	1	
6	5	4	3	2	1	
6	5	4	3	2	1	
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	a) A variabilidade dos lucros e do fluxo de caixa
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	b) O nível da taxa de juro
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	c) O rácio de endividamento das outras empresas do sector
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	d) A flexibilidade financeira (obrigações com o serviço da dívida)
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	e) Os impostos e todos os custos inerentes à emissão de dívida
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	f) O "rating" de crédito atribuído pelos financiadores
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	g) A manutenção da independência financeira
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	h) A poupança fiscal proporcionada pela dedutibilidade dos juros
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	i) O empenho de todos os gestores e a eficiência nas decisões
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	j) O tipo de garantias exigidas pelos financiadores
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	l) Outros, especifique por favor _____

24. Indique a importância relativa dos seguintes factores sobre a decisão de financiamento da sua empresa através de aumento de capital (acções ou quotas):

6	5	4	3	2	1	
6	5	4	3	2	1	
6	5	4	3	2	1	
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	a) A emissão de acções/quotas ser a fonte de financiamento menos "arriscada"
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	b) Oferta de acções/quotas como bónus/stock option aos gestores e empregados
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	c) A emissão de acções/quotas ser a fonte de financiamento mais barata
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	d) A manutenção do rácio de endividamento ideal
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	e) A quantia em acções/quotas ser semelhante à utilizada pelas outras empresas do sector
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	f) A insuficiência de autofinanciamento para financiar a actividade da empresa
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	g) O lançamento de acções/quotas dar melhor imagem aos investidores do que a emissão de dívida
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	h) A taxa de imposto sobre os ganhos de capital ser mais baixa do que a taxa de imposto sobre os dividendos
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	i) As acções/quotas da empresa estarem sub ou sobre-avaliadas
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	j) A impossibilidade de financiamento através de outras fontes como emissão de dívida
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	l) A diluição dos lucros por acção/quota
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	m) Outros, especifique por favor _____

25. A sua empresa recorre habitualmente ao mercado primário de títulos como forma de captar capital próprio através da emissão de novas acções?

- Sim
 Não
 Não aplicável

Se respondeu "Sim", passe para a questão 29, S.F.F.

26. Caso não recorra ao mercado primário de títulos, considera a possibilidade de vir a recorrer?

- Sim
 Não
 Não aplicável

Apenas para quem respondeu "Sim" na questão 26

27. Quais os factores mais importantes para a decisão de adesão ao mercado de bolsa?

- Notoriedade
- Publicidade
- Divulgação
- Custo associado ao financiamento
- Outros, especifique _____

Apenas para quem respondeu "Não" na questão 26

28. Quais os factores que justificam a exclusão do recurso ao mercado primário de títulos?

- Não cumprimento dos requisitos
- Custo associado ao financiamento
- Desconhecimento das regras deste mercado
- Desinteresse pelo mercado
- Outros, especifique _____

29. No caso de emissão de dívida bancária, recorre ou já recorreu a financiamentos em moeda estrangeira?

- Sim
- Não

30. Existe a prática sistemática de cobertura dos riscos financeiros associados aos tipos de financiamento utilizados?

- Sim
- Não

Se respondeu "Não", acabou aqui o seu questionário. Muito obrigado pela sua colaboração.

31. Qual o tipo de riscos financeiros que habitualmente cobre?

- Risco cambial
- Risco de taxa de juro
- Outros, especifique por favor _____

32. Quais os produtos financeiros que utiliza para a cobertura associada aos riscos identificados na questão anterior?

- Futuros
- Opções
- FRA's
- Swaps cambiais
- Swaps sobre taxas de juro
- Outros, especifique por favor _____

**Terminou aqui o seu questionário.
Muito obrigado pela sua colaboração.**

Muito importante

Coloque agora o seu questionário no envelope de resposta anexo (porte pago) e envie para:

Jacinto Vidigal da Silva
Universidade de Évora
Departamento de Gestão de Empresas
Largo dos Colegiais, 2
7000-803 Évora
Tel.: 266 740892
Fax: 266 742494
Email: jsilva@aevoira.pt

Anexo II - Cartas

Carta

Évora, 1 de Julho de 2003

Exmos Senhores

No âmbito da dissertação de Mestrado de Augusto José Patrício Ramos, aluno da Faculdade de Economia da Universidade do Algarve, está a realizar-se um estudo sobre o **processo de decisão de financiamento utilizado pelas empresas Portuguesas**, sob a orientação do Professor Doutor Jacinto Vidigal da Silva, Professor Associado da Universidade de Évora.

Pela relevância teórico - empírica reconhecida, esse estudo está a ser apoiado pelo Departamento de Gestão de Empresas da Universidade de Évora, tendo sido enquadrado num projecto de investigação mais amplo, sob a coordenação do mencionado professor.

A realização do estudo implica a resposta ao questionário que junto se envia, o qual agradecia-se que fosse respondido pelo **gestor financeiro da empresa**. O questionário, que se destina exclusivamente a fins científicos e é **totalmente confidencial**, pretende verificar a aplicabilidade das teorias financeiras às práticas de decisão de financiamento das maiores empresas Portuguesas.

Na medida em que o sucesso do estudo depende, em grande parte, do número de respostas, a sua **colaboração e empenho são de extrema importância**. O preenchimento do questionário ocupar-lhe-á aproximadamente **15 minutos**. Se alguma questão lhe suscitar dúvida, não hesite em contactar-nos.

Depois de concluída a resposta ao questionário, agradecia-se a devolução do documento, utilizando para tal o envelope - resposta que se envia em anexo com os portes pagos.

Antecipadamente gratos pela colaboração prestada e gradecendo a devolução do referido questionário, de preferência, até ao dia 30 de Julho, subscrevemo-nos com elevada consideração.

Jacinto Vidigal da Silva
Universidade de Évora, Departamento de Gestão de Empresas, Largo dos Colegiais, 2
7000-803 Évora
Tel.: 266 740892 Fax: 266 742494 Email: jsilva@uevora.pt

Carta de insistência

Évora, 22 de Outubro de 2003

Exmos Senhores

No seguimento da nossa solicitação datada de 1 de Julho de 2003, voltamos a dirigir-nos a V. Exas no sentido de solicitar a vossa colaboração para a realização dum estudo sobre o **processo de decisão de financiamento utilizado pelas empresas Portuguesas**, orientado pelo Professor Doutor Jacinto Vidigal da Silva, Professor Associado da Universidade de Évora.

A realização do estudo implica a resposta ao questionário que junto se envia, o qual agradecemos que seja respondido pelo **gestor financeiro da empresa**. O questionário, que se destina exclusivamente a fins científicos e é **totalmente confidencial**, pretende verificar a aplicabilidade das teorias financeiras às práticas de decisão de financiamento das maiores empresas Portuguesas.

Na medida em que o sucesso do estudo depende, em grande parte, do número de respostas, a sua **colaboração e empenho são de extrema importância**. O preenchimento do questionário ocupar-lhe-á aproximadamente **15 minutos**. Se alguma questão lhe suscitar dúvida, não hesite em contactar-nos.

Depois de concluída a resposta ao questionário, agradecemos a devolução do documento, utilizando para tal o envelope - resposta que enviamos em anexo com os portes pagos.

Antecipadamente gratos pela colaboração prestada e agradecendo a devolução do referido questionário, de preferência, até ao dia 30 de Novembro, subscrevemo-nos com elevada consideração.

Jacinto Vidigal da Silva

Universidade de Évora, Departamento de Gestão de Empresas, Largo dos Colegiais, 2
7000-803 Évora

Tel.: 266 740892

Fax: 266 742494

Email: jsilva@uevora.pt

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Altman, E. I. (1984) *A Further Empirical investigation of the Bankruptcy Costs Question*, The Journal of Finance, Vol. 39, N°4, 1067-1089.
- Almeida, J. M. e J. Duque (2002) *Ownership Structure and Initial Public Offerings – The Case of Portugal*, working paper, Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa.
- Allen, D. E. (1991) *The Determinants of the Capital Structure of Listed Australian Companies: The Financial Manager's Perspective*, Australian Journal of Management, 16, 2, The University of New South Wales.
- Arias, C. A., A. C. Martinez e J. L. Gracia (2000) *Enfoques Emergentes en Torno en la Estructura de Capital: El caso de la Pyme*, VIII Foro de Finanzas – Asociación Española de Finanzas (AEFIN), Madrid, 25 – 27 Octubre.
- Ashton, D. e D. Atkins (1978) *Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions — Implications for Capital Budgeting: A Further Comment*, Journal of Finance, Vol. 33, 1447-1453.
- Balakrishnan, S. e I. Fox (1993) *Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure*, Strategic Management Journal, 14, 3-16.
- Bar-Yosef, S. (1977) *Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions — Implications for Capital Budgeting: Comment*, Journal of Finance, Vo. 32, 211-217.
- Baxter, N. D. (1967) *Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital*, The Journal of Finance, Vol. 22, 395-403.
- Black, B. S. e R. J. Gibson (1988) *Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stocks market*, Journal of Financial Economics, Vol. 47, 243-277.

- Bradley, M., G. Jarrell e E. Kim (1984) *On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence*, The Journal of Finance, Vol. 39, N° 3, 857-880.
- Brealey, R. e S. C. Myers (1988) *Princípios de Finanças Empresariais*, 3ª edição, Portugal, McGraw-Hill.
- Código dos Valores Mobiliários, Decreto-Lei 486/99 de 13 de Novembro.
- Culp, C. (2001) *The Risk Management Process: Business Strategy and Tactics*, Chicago, John Wiley and Sons.
- Dagnelis, P. (1973) *Estatística Teoria e Métodos*, 2ª edição, Portugal, Publicações Europa-América.
- Diamond, D. W. (1989) *Reputation Acquisition in Debt Markets*, Journal of Political Economy, Vol.97, N° 4, 828-862.
- Donaldson, G. (1961) *Corporate Debt Capacity – A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Harvard College, Reprinted 2000 by Beard Books.
- Duque, J. e L. C. Febra (2002) *Motivos para o Lançamento de Ofertas Públicas Iniciais em Portugal*, Documento de Trabalho N° 4/2002, Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa.
- Durand, D. (1959) *The Cost of Capital, Corporation Finance., and the Theory of Investment: Comment*, The American Economic Review, Vol. 49, N° 4, 639-655.
- Fama, E. F. e K. R. French (2000) *Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*, Working Paper N°. 506, The Center for Research in Security Prices.

- Flannery, M. J. (1986) *Asymmetric Information and Risk Debt Maturity Choice*, The Journal of Finance, Vol. XLI, Nº 1, 19-37.
- Frank, M e V. Goyal (2000) *Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure*, University of British Columbia, Canadá, Dezembro, 2000
- Gago, S. (2003) *O Endividamento da Economia Portuguesa – Análise do Financiador e da Entidade Financiada*, Dissertação de Mestrado em Finanças Empresariais, Faculdade de Economia da Universidade do Algarve.
- Gálvez, C. S. (2000) *Elección de las Fuentes de Financiación en las Empresas*, VIII Foro de Finanzas – Asociación Española de Finanzas (AEFIN), Madrid, 25 – 27 Octubre.
- Gama, A. P. (1999) *Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas*, Dissertação de Mestrado em Gestão, Universidade da Beira Interior.
- Gordon, M. J. (1971) *Towards a Theory of Financial Distress*, Journal of Finance, Vol. 26, 347-356.
- Graham, J. R. e C. R. Harvey (2001) *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field*, Journal of Financial Economics, Vol. 60, 187-243.
- Haugen, R. A. e L. W. Senbet (1978). *The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure*, The Journal of Finance, Vol. 33, 383-393.
- Hare, J. B. (1994) *So you want to go public? First, you have to calculate the costs, benefits, and risks*, Management Accounting, 76, Dezembro, 25-29.
- Harris, M. e A. Raviv (1991) *The Theory of Capital Structure*, The Journal of Finance, Vol. 46, Nº 1, 297-355.

- Hovakimian, A; T. Opler e S. Titman (2001) *The Debt-Equity Choice*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 36, Nº 1, Março.
- Jensen, M. C. (1983) *Organization Theory and Methodology*, The Accounting Review, Vol. 58, Nº2, 319-339.
- Jensen, M. C. (1986) *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, The American Economic Review, Vol. 76, Nº 2, 323-329.
- Jensen M. C. e W. H. Meckling (1976) *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, Outubro, 305-360.
- Jorge, S. (1997) *Determinantes da Estrutura de Capitais: Um Caso Português – 1990 a 1995*, Dissertação de Mestrado em Gestão de Empresas, Universidade do Minho.
- Junior, W. R. e G. M. Melo (1999). *Padrão de Financiamento das Empresas Privadas no Brasil*, Texto para discussão Nº 653, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Brasília.
- Kamath, R. (1997). *Long-Term Financing Decisions: Views and Practices of Financial Manager of NYSE Firms*, The Financial Review, Vol. 32, Nº 2, 350-356
- Keown, A. J., Jr. D. F. Scott, J. D. Martin, J. W. Petty, e D. W. McPeak (1986) *Basic financial management*, 2ª edição, Prentice-Hall, Canada.
- Kim, E. (1978) *A Mean-Variance Theory of Optimal Structure and Corporate Debt Capacity*. The Journal of Finance, Vol 34, Nº 1, 45-63.
- Kim, W. S. e E. H. Sorensen (1986) *Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 21, Nº 2, 131-144.

- Kraus, A. e R. Litzenberger (1973) *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*, The Journal of Finance, Vol. 33, N° 4, 911 –922.
- Leland, H. E. e D. H. Pyle (1977) *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, The Journal of Finance, Vol. 32, N° 2, 371-387.
- Lerner, J. (1998) *Anjel – Financiering and Public Policy: an Overview*, Journal of Banking and Finance, 22. 773-783.
- March, P. (1982) *The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study*, The Journal of Finance, Vol. 37, 121-144.
- Matias, M. (2000) *Estrutura de capital e especificidade dos activos*, Tese de doutoramento em Organização e Gestão de Empresas, ISCTE.
- Mauer, D. C. e A. Triantis (1994) *Interactions of corporate financing and investment decisions: A dynamic framework*, The Journal of Finance, Cambridge, Vol. 49, Iss. 4, 1253
- Mello, A. S. (1994) *Competitividade do Mercado de acções portugueses*, Bolsa de Valores de Lisboa, Portugal
- Menezes, H. C. (1988) *Princípios de Gestão Financeira*, 2º edição, Lisboa, Editorial Presença.
- Merton, R. C. (1973) *The Theory of Rational Option Pricing*, The Journal of Finance, Vol. 29, N° 2, 449-470.
- Milhaupt, C. (1997) *The Market for Innovation in the United States and Japan: Venture Capital and the Corporate Governance Debate*, North-western University Law Review, 91, 856-898.
- Miller, M. H. (1977) *Debt and Taxes*, The Journal of Finance, Vol. 32, N° 2, 261-275.

- Miller, M. H. (1988) *MM-Past, Present, and Future*, Journal of Economics Perspectives, Vol. 2, 149-158.
- Modigliani, F. e M. H. Miller (1958) *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*, The American Economic Review, Vol. 48, N° 3, 261-297.
- Modigliani, F. e M. H. Miller (1963) *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction*, American Economic Review, 53, 433-443.
- Mseka A. (1998) *The many faces of financial Risk*, Atlanta, TMA journal, Jul/Aug.
- Myers, S.C. (1977) *Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions — Implications for Capital Budgeting*, Journal of Finance, N° 29, 1-25.
- Myers, S.C. (1977) *Determinants of Corporate Borrowing*, Journal of Financial Economics, N° 5, 146-174.
- Myers, S. C. (1984) *The Capital Structure Puzzle*, The Journal of Finance, Vol. 39, N° 3, 575-592.
- Myers, S. C. e N. S. Majluf (1984) *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have?*, Journal of Financial Economics, Vol. 13, N°2, 187-221.
- Ooghe, H., A. Bekaert, P. VandenBorshe (1989) *Venture Capital in the U.S.A., Europe and Japan*, Management International Review, 29.
- Neves, J. C. (1989) *Análise Financeira – Métodos e Técnicas*, 2ª edição, Lisboa, Texto Editora,
- Pestana, M. H. e J. N. Gageiro (2000) *Análise de dados para ciências sociais – A complementaridade do SPSS*, 2ª edição, Lisboa, Edições Silabo, Lda.

- Pinegar, J. M. e L. Wilbricht (1989). *What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey*, Financial Managemet, Winter 1989, 82 -91
- Pruit, S e L. Gitman (1991). *The interactions between the Investment, Financing, and Dividend Decisions*, The Financial Review, Vol. 26, Nº 3, 409 - 430
- Ridineg, A. L. E B. J. Orver (1997) *Beyond the Bank Creative Financing Canandian Entrepreneurs*, Toronto, Wiley.
- Rita, R. M. S. (2003) *As Teorias da Estrutura de Capitais: A Evidência Empírica das Empresas Portuguesas*, Dissertação de Mestrado em Finanças Empresariais, Universidade de Évora.
- Ritter, J. R. (1987) *The costs of going public*, Journal of Financial Economics, 19, 269-281.
- Ritter, J. R. (1991) *The long-run performance of initial public offerings*, Journal of Finance, 46, Março, 3-27.
- Robichck, A. A. e S. C. Myers (1966) *Problems in the Theory of Optimal Capital Structure*, Joumal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 1, Junho, 1-35.
- Ross, S. A. (1973) *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, The American Economic Review, Vol. 63, Nº 2, 134-139.
- Ross, S. A. (1977), *The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach*, The Bell Journal of Economics, Vol. 8, 23-40.
- Ross, S. A., R. W. Westerfield e J. F.Jaffe (1998) *Corporate Finance*, 2ª edição, Brasília, Editora Atlas, S.A.
- Rubinstein, M. (1973) *A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory*, The Journal of Finance, Vol. XXVIII, 167-181.

- Scott, J. (1976) *A Theory of Optimal Capital Structure*, The Bell Journal of Economics, Vol. 34, Inverno, 33-54.
- Shyam-Sunder, L. e S. C. Myers (1999) *Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure*, Journal of Financial Economics, 51, 219-244
- Silva, C. A. (2003) *ABC do SPSS for Windows – Introdução ao Tratamento de Dados em Ciências Sociais*, Monsaraz, Associação de Defesa dos Interesses de Monsaraz.
- Silva, J. V. (1991) *Teoria das Estruturas de Capitais*, Textos de Apoio, Évora.
- Simplício, J. (2002) *Identificação de Factores Determinantes do Financiamento das Empresas Portuguesas*, Dissertação de Mestrado, Universidade de Évora.
- Solomon, E. (1963) *The Theory of Financial Management*, 1ª edição, Columbia University Press, USA.
- Stiglitz, J. E. (1969) *A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem*, The American Economic review, Vol. 59, N° 5, 784-793.
- Stulz, R. M. (1990) *Managerial Discretion and Optimal Financing Policies*, Journal of Financial Economics, Vol. 26, N° 1, 3-27.
- Suárez A. S. S. (1995) *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*, 1ª edição, Editora Pirámide, Madrid.
- Titman, S. (1984) *The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision*, Journal of Financial Economics, Vol. 13, N° 1, 137-151.
- Van Home, J. C. (1998) *Financial Management and Policy*, 11ª edição, Prentice-Hall International, Inc., USA.

Warner, J. (1977) *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, The Journal of Finance, Vol. 32, N° 2, 337-347.

Williamson, O. E. (1988) *Corporate Finance and Corporate Governance*, The Journal of Finance, Vol. 43, N° 3, 567-591.

