



UNIVERSIDADE DA BEIRA INTERIOR
Ciências Sociais e Humanas

Relação entre a Estrutura de Capital e o seu impacto sobre a Performance das empresas do mercado EURONEXT100

Marco António Silva Oliveira

**Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em
Gestão
(2ºCiclo de Estudos)**

Orientadora: Professora Doutora Ana Paula Gama

Covilhã e UBI, Outubro de 2015

AGRADECIMENTOS

É com um enorme prazer que escrevo estas palavras de agradecimento a todos os que direta ou indiretamente contribuíram para a realização desta dissertação, pois não teria sido possível sem o apoio de inúmeras pessoas e instituições, que não quero deixar de referir, sendo no entanto da minha responsabilidade as opiniões aqui formuladas.

Assim agradeço:

- À Prof.^a Dr.^a Ana Paula Matias Gama, minha orientadora pelos seus conhecimentos, pela motivação, pelo rigor de análise, pelas críticas e sugestões ao longo de toda a investigação;

- Ao Prof. Dr. Pedro Silva pelo estímulo e confiança transmitida ao longo da licenciatura, na qual me levou a encarar a gestão financeira como a minha área de investigação por predileção;

- À minha família. Primeiro e em particular, ao meu avô Fernando Gil Silva, de quem evoco saudosamente a sua memória. Um agradecimento muito especial aos meus pais, pelo espírito de sacrifício, humildade e de incentivo que me fortaleceram desde pequeno. Um muito obrigado aos restantes familiares pelo seu constante apoio e incentivo incondicionais;

- Aos meus amigos, em particular ao Francisco Vaz e João Curto, pelo incentivo e estímulo sempre presente onde me ajudaram na concretização desta dissertação;

- Aos escuteiros em particular ao Agrupamento 1222 - Boidobra, pelo estímulo ao meu crescimento como pessoa, cidadão e profissional;

- À Universidade da Beira Interior pelo apoio Logístico cedido.

RESUMO

A presente investigação tem como principal objetivo analisar a relação entre a estrutura de capital e o seu impacto sobre a performance das empresas cotadas no EURONEXT100, nomeadamente Portugal, França, Bélgica e Holanda. A amostra é composta de 66 empresas não financeiras, observadas ao longo período 2000-2013 e recolhidos da base de dados *Datastream*. A investigação usa três variáveis para medir a performance das empresas, i. e., retorno sobre ativo (ROA), retorno sobre o capital próprio (ROE), *Tobin's Q*, e cinco variáveis para medir a estrutura de capital incluindo os rácios da dívida de curto prazo (STD), dívida de longo prazo (LTD), rácios de dívida total (TD), dimensão (*Size*) e crescimento (*Growth*). As variável de controlo referente ao País e Sector de atividade.

Os resultados indicam que a performance das empresas medidas pelo ROA e *Tobin's Q* não apresentam uma relação estatisticamente significativa com as variáveis STD, LTD e TD. Já a variável ROE indica uma relação positiva e estatisticamente significativa entre STD e LTD e negativa com TD. Verifica-se ainda uma relação positiva da variável *Tobin's Q* com o crescimento. Conclui-se assim que a performance parece depender mais das oportunidades de investimento da empresa que da estrutura de capital desta.

PALAVRAS-CHAVE: Estrutura de Capital, Performance financeira, Crescimento, EURONEXT100.

CLASSIFICAÇÃO JEL: G32

ÍNDICE GERAL

AGRADECIMENTOS	ii
RESUMO	iii
ÍNDICE GERAL	iv
INDICE DE TABELAS	v
1. ENGRADAMENTO DO PROBLEMA	1
1.1. JUSTIFICAÇÃO DO TEMA	1
1.2. PROPÓSITO DA INVESTIGAÇÃO	2
1.3. QUESTÃO DE INVESTIGAÇÃO	3
2. REVISÃO DA LITERATURA,	3
2.1. FUNDAMENTAÇÕES TEÓRICAS	4
2.1.1. TEORIA DE MODIGLIANI E MILER	4
2.1.2. TEORIA TRADE-OFF	8
2.1.3. TEORIA DA AGÊNCIA	10
2.1.4. TEORIA DOS SINAIS	11
2.1.5. TEORIA DA PECKING ORDER	12
2.1.6. TEORIA MARKET TIMING	14
2.2. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS SOBRE A RELAÇÃO ENTRE A ESTRUTURA DE CAPITAL	15
3. AMOSTRA, VARIÁVEIS E MÉTODO	22
3.1. AMOSTRA	22
3.2. VARIÁVEIS	23
3.3. MÉTODO	27
4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	28
4.1. ANÁLISE DESCRITIVA	28
4.2. RESULTADOS DA REGRESSÃO	29
5. PRINCIPAIS CONCLUSÕES	31
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	33

INDICE DE TABELAS

Tabela I: Síntese da literatura sobre a relação entre a estrutura de capital e a performance das empresas	16
Tabela II: Descrição das Variáveis	25
Tabela III: Número de empresas por País	29
Tabela IV: Número de empresas por Sector	29
Tabela V: Análise Descritiva	29
Tabela VI: Performance medida pela variável ROA	30
Tabela VII: Performance medido pelo ROE	30
Tabela VIII: Performance medido pelo <i>Tobin's Q</i>	31

1. ENGRADAMENTO DO PROBLEMA

1.1. JUSTIFICAÇÃO DO TEMA

Muitas empresas para conseguirem prevalecer no mercado têm que enfrentar diversas batalhas vindas do exterior, principalmente agora, quando nos deparamos com sinais de globalização, da informação e do conhecimento, ou seja, o impacto provocado pelo mundo organizacional. Desta forma as organizações têm sofrido transformações e mudanças para alcançar com eficiência os objetivos a que as mesmas se propõem. Esta crise com a qual nos deparamos tem-se agravado, tornando-se mortífera para algumas empresas, fazendo com que as empresas procurem estratégias que sustentem e desenvolvam os seus negócios (Zhang, 2010). A crise financeira em 2008 trouxe lições dolorosas, mas valiosas para muitas empresas. Assim, examinar a estrutura de capital adequada é sempre uma preocupação essencial para as empresas (Thu et al. 2014).

A escolha da estrutura de capital tem sido um tema de grande interesse, muito devido ao trabalho apresentado pelos autores Modigliani e Miller (1958), a partir de agora designado por MM, que não só analisa o impacto que a estrutura de capital exerce sobre o valor de mercado da empresa, mas também é um artigo que institui um marco sobre discussão à volta deste tema.

Portanto os principais avanços científicos sobre a estrutura de capital, na qual o seu início se venceu na década de 50 com o trabalho de MM (1958), têm suscitado um dos mais importantes debates na literatura financeira, onde o plenário central foca a controvérsia sobre a existência de uma estrutura ótima de capital para as empresas (e.g., Gitman 1978; Famá e Grava 2000; Famá, Barros e Silveira 2001; Salim e Yadav 2012).

A determinação de uma estrutura ótima de capital tem sido por muito tempo, uma das questões mais relevantes na literatura financeira. A questão a que se pretende responder é: "como é que as empresas escolhem sua estrutura de capital". (e.g., Nirajini e Priya 2013).

O presente estudo empírico encontra-se organizado como se segue. No ponto seguinte é apresentado os propósitos de investigação, ao que se segue as questões de investigação.

No segundo capítulo é apresentada a revisão de literatura acerca das teorias da estrutura de capitais e dos principais estudos empíricos que versam sobre a relação entre a estrutura de capitais e a performance das empresas. No terceiro capítulo apresentam-se a metodologia de investigação adotada. No capítulo quatro analisados e discutidos os resultados obtidos. No último capítulo são sistematizadas as principais conclusões do presente trabalho de investigação, limitações e futuras linhas investigação.

1.2. PROPÓSITO DA INVESTIGAÇÃO

É verdade que a escolha da estrutura de capital é um tema central e sempre presente na área de finanças; a sua relevância enaltece a complexidade da determinação da mesma, bem como o seu impacto no valor da empresa e na sua performance. Assim tem imergido um grande debate científico sobre o tema. Até ao momento, grande parte da investigação empírica têm sido aplicadas em empresas cotadas em bolsas, e focando-se em área regionais específicas (América do Norte, Asia Ocidental, Asia do Sul, Asia Oriental e África Ocidental). Neste contexto, a relação entre a estrutura de capital e o desempenho da empresa tem obtido uma considerável atenção na literatura financeira (e.g., Rajan e Zingales 1995; Abor 2005; Huang e Song 2006; Khan 2012; Gharaibeh 2015).

Neste contexto esta investigação tem como principal objetivo analisar a “Relação entre a estrutura de capital e o seu impacto sobre a performance financeira das empresas cotadas no EURONEXT100”, para tal, apresentamos de seguida:

1. Os fundamentos das teorias da estrutura de capital;
2. Sistematizamos os principais estudos sobre a relação entre estrutura de capital e a performance das empresas.

As motivações inerentes à realização deste trabalho de investigação prendem-se com o facto de existir uma lacuna científica sobre esta relação, ao nível europeu (ver tabela I), em particular inexistência de estudos sobre o mercado EURONEXT100, elevando o grau de importância do tema. Acresce ainda a relevância do estudo para uma maior compreensão em como determinar uma estrutura de capital ótima, de modo a que as empresas tornem o seu desempenho financeiro mais eficiente em situações de recessão. Pretendemos assim na presente dissertação estudar o efeito da estrutura de capitais na performance das empresas do mercado EURONEXT100, nomeadamente Bélgica, França, Holanda e Portugal.

O estudo desde mercado é pertinente dada a globalização da crise financeira de 2008, à qual acresce a crise da dívida soberana Europeia.

1.3. QUESTÃO DE INVESTIGAÇÃO

Face ao exposto a questão de investigação central desta dissertação é analisar o efeito da estrutura de capitais sobre a performance das empresas não financeiras cotadas no índice EURONEX100. Adicionalmente analisaremos ainda a relação entre o passivo e o capital próprio, de definimos como proxy para a estrutura de capital das empresas. Este estudo apresenta um carácter exploratório face a escassez de estudos no mercado europeu em particular no índice EURONEXT100.

2. REVISÃO DA LITERATURA,

Estrutura de capital corresponde à forma como uma organização é financiada, tendo impacto no valor total de mercado da empresa, ou seja o valor combinado de sua dívida e capital próprio (Muritala 2012; Pouraghajan et al. 2012). A natureza da estrutura de capital ainda possui capacidade para influenciar a estrutura de *corporate governance* de uma empresa pois pode influenciar a capacidade de uma empresa de fazer escolhas estratégicas (Jensen 1986). Com efeito, a tomada de decisões de financiamento constitui uma categoria de decisões de gestão (Mwangi, Makau, e Kosimbei 2014).

As mudanças na conjuntura atual e evolução constante das economias têm elevado a importância das cotações das empresas de *rating*, que direta ou indiretamente afetam em parte a estrutura de capital e o planeamento estratégico de cada empresa, o que originou uma seleção rigorosa dos recursos financeiros para atingir as metas de criação de valor, o que enaltece a relevância das decisões de financiamento (Drobetz e Fix 2003).

É de grande relevância as decisões de financiamento para uma determinada estrutura de capital, pois se estas decisões de financiamento forem abaixo do ideal podem levar à falência a empresa. Apesar da grande ambição para a gestão e investidores seja conseguir determinar uma estrutura ótima de capital. A sua elaboração tem por muito tempo sido considerada como um parâmetro importante do ponto de vista da economia financeira,

uma vez que está relacionada com a capacidade de uma empresa para atender às diversas necessidades dos *stakeholders* (Jensen 1986).

Atualmente a eficiência da gestão é igualmente uma questão relevante na captação de fontes de financiamento e garantia na permanência dos gestores nos seus cargos (Talebnya et al. 2009), o gestor financeiro exige-se que tome decisões de financiamento e de afetação desses fundos aos projetos de investimento mais adequados que permitam reduzir o custo de capital da empresa, e assim aumentar o valor da empresa. (Pouraghajan et al. 2012). Assim, e dado que as decisões financeiras são específicas de cada empresa (Salim e Yadav 2012), então a melhor combinação de recursos financeiros para cada empresa, isto é, a estrutura de capital ótima ou desejável depende em muitos fatores específicos de cada empresa (Pouraghajan et al. 2012), e em muito reforça a sua capacidade competitiva (Nirajini e Priya 2013).

2.1.FUNDAMENTAÇÕES TEÓRICAS

Na sequência dos estudos clássicos, que serão mencionados ao longo da dissertação, as teorias da estrutura de capital podem ser demarcadas em três grandes fase de acordo com Famá e Grava (2000). A primeira fase tem como referência a década de 50, onde subsistia a noção intuitiva da existência de uma estrutura de capital ótima que minimizado o custo de capital, assumindo a presença de risco, contudo não era acompanhada pela modelização de nenhum trabalho analítico. A segunda fase, tem como grande marco o trabalho de MM, que rompe com a corrente tradicional e que e identifica como o marco de referência para todos os estudos pós 1958. A terceira fase desenvolvida na sequência da segunda fase e explorando as imperfeições do mercado engloba: as teorias do *pecking order* (hierarquia das fontes de financiamento), teoria da agência, teoria do *trade-off*, teoria dos sinais e mais recentemente a teoria do *market timing*. De seguida, apresentamos de forma sustcinta as principais ideias defendidas por cada teoria.

2.1.1. TEORIA DE MODIGLIANI E MILER

2.1.1.1. TEORIA MODIGLIANI E MILER (1958)

Tendo por base um dos artigos mais célebres da literatura financeira e da investigação da estrutura de capital, denominado como “*The Cost of Capital, Corporation Finance e the Theory of Investment*”, MM (1958) analisam o impacto que a estrutura de capital exerce sobre o valor de Mercado da empresa.

Este modelo tem como base os pressupostos que o mercado de capitais é perfeito, ou seja, um mercado onde as empresas não detêm qualquer influência no acesso ao financiamento, não existem impostos, custos de agência, custos de falência, custos de transação ou assimetria de informação. Assim, e de acordo com Vieito e Maquieira (2010), o modelo de MM assenta nos seguintes pressupostos:

- I. Mercado de Capitais sem fricções e perfeitamente concorrencial;
- II. Ausência de assimetria de informação, imposto sobre as pessoas e empresas, problemas de agência, oportunidades de crescimento (os free cash flows esperados das empresas são perpétuos e constantes), custo de transação e falência;
- III. Racionalidade: pressupõe-se que todos os indivíduos são racionais, que pelo que maximizam o seu bem-estar;
- IV. Igual acesso ao mercado de capitais;
- V. Só existem dois instrumentos de financiamento: (1) dívida isenta de risco e (2) ações ordinárias;
- VI. As empresas pertencem à mesma classe de risco: todas as empresas apresentam o mesmo grau de risco.

Desta forma a resposta dada por MM aos gestores financeiros é desenvolvida por três proposições que contribuem para a avaliação das empresas com diferentes estruturas de capital. E que em suma se resume em que: “um gestor financeiro deve deixar de se preocupar com a maximização do valor da empresa existindo um mercado perfeito, pois qualquer combinação de valores mobiliários é tão boa como a alternativa, uma vez que o valor da empresa é independente da sua estrutura de capital”.

A proposição I enuncia que “o valor da empresa endividada é igual ao valor da empresa não endividada”, dado que os pressupostos do mercado de capitais perfeito são subjacentes ao modelo de MM, logo não existe a possibilidade de ganhos através de

arbitragem, pois de acordo com os autores, a estrutura de capital é irrelevante na determinação do valor de mercado da empresa, uma vez que o valor da empresa financiada com capitais alheios é igual ao valor da empresa apenas financiada com capitais próprios, desta maneira o valor de mercado de uma empresa é independente da sua estrutura de capital. Consequentemente, duas empresas idênticas terão sempre o mesmo valor, independentemente da sua estrutura de capital. Assim as empresas não terão o seu valor alterado, caso se verifique alterações na sua estrutura de capital (MM 1958; Brealey, Myers, e Allen 2007; Novo 2009; Vieito e Maquieira 2010; Caetano 2011).

A proposição II de MM refere que “o retorno exigido pelos acionistas aumenta com o endividamento”, uma vez que, à medida que a dívida da empresa aumenta, os acionistas exigem uma rentabilidade maior para os capitais que investiram na empresa em capital próprio, já que o risco associado é superior (MM 1958; Brealey, Myers, e Allen 2007; Novo 2009; Vieito e Maquieira 2010).

A razão de imposição para um aumento da rentabilidade dos acionistas deve-se fundamentalmente a dois tipos de riscos:

- Risco económico-financeiros - se a empresa apresentar um conjunto de custos fixos operacionais elevados poderá, no futuro, não conseguir produzir receitas suficientes para cobrir esses custos e assim, entrar em perdas no resultado operacional;
- Risco de crédito - conhecido também como risco de insolvência. Este está associado à incerteza quanto aos rendimentos futuros que serão originados pelo investimento efetuado pela empresa. Assim quanto maior for o seu endividamento, maior será o risco de incumprimento. Neste sentido, os acionistas, ao investirem o seu capital numa organização endividada, acabam não só a assumir o risco associado aos custos fixos operacionais da organização, como também o risco financeiro associado à dívida (Vieito e Maquieira 2010).

Em suma a rentabilidade exigida aumenta apenas para compensar o aumento do risco sobre os capitais investidos da empresa.

Na proposição III, MM afirmam que “a taxa de custo do capital será sempre K_0 e completamente independente de como se financia a empresa”, ou seja o custo do capital ($K_0 = WACC$) de uma empresa endividada, estando inserida num mercado sem imposto

deve ser uma média ponderada da taxa do custo do capital próprio K_{CP} e da taxa de custo da dívida da empresa K_B . Através do cálculo do WACC (*weighted average cost of capital*) ou seja o custo médio ponderado do capital da empresa (Vieito e Maquieira 2010).:

$$WACC = K_0 = K_{CP} * \frac{\text{Capitais próprios}}{\text{Total dos capitais investidos na empresa}} + K_B \frac{\text{Capitais alheios}}{\text{Total dos capitais investidos na empresa}}$$

Na tomada de decisão de um investimento, uma empresa que atua de acordo com os interesses dos seus acionista, somente irá aceitar projetos cujo retorno seja superior à taxa de desconto utilizada na categoria de risco na qual ela se enquadra, independentemente da forma de financiamento que será utilizada na implementação do referido investimento. Os autores supõem assim a existência de uma estrutura de capital que não varia ao longo do tempo. Contudo a análise analítica dos autores foi conduzida tendo em conta um mercado de capitais perfeitos, onde não existem impostos. No entanto, na economia real os mercados estão longe de serem perfeitos, e os impostos que incidem quer sobre os rendimentos das pessoas quer sobre o rendimento das empresas. Assim, o efeito dos impostos não será neutro ao estudo da estrutura de capitais, situação que se descreve de seguida.

2.1.1.2. TEORIA MODIGLIANI E MILER (1963)

Face às críticas ao seu modelo de 1958, em 1963 MM corrigiram o seu modelo, incluindo neste o efeito dos impostos. Assim MM publicaram um novo artigo em 1963 denominado por “*Corporate Income Taxes e the Cost of Capital: A Correction*” considerado agora que sobre os rendimentos das empresas incidem o efeito da fiscalidade, na medida em que, a dedução fiscal proporcionada pelos juros da dívida depende do nível de endividamento da empresa. MM identificam assim que a tributação é a principal razão para que as empresas implementam diferentes combinações de fontes de financiamento, isto é, dívida e capitais próprios, pois os interesses no recurso à dívida resulta da possibilidade de se deduzirem os juros ao resultado operacional da empresa e assim reduzir o montante de imposto a pagar. Contudo tal benefício só é justificável enquanto os lucros da empresa superarem os custos associados à dívida, pelo que um endividamento em 100% torna-se insustentável.

A crítica financeira mais tarde descreve que as empresas nem sempre podem ser rentáveis, pois a capacidade de lidar com peso da dívida depende de diversos fatores que não são constantes, ou seja, o escudo fiscal outrora usado, torna-se imprevisível e volátil, revertendo o valor do benefício fiscal em aumento o risco de falência (Merton 1974; Miller 1988). Desta forma Frank e Goyal (2005) argumentam que o modelo de MM não fornece uma descrição ainda realista de como as empresas devem financiar as suas operações. Indica todavia um conjunto de fatores para que a diversificação das fontes de financiamento sejam significativas.

Contudo, MM reconhecem que apesar dos juros relativos ao uso de capital alheio serem dedutíveis fiscalmente, a empresa não se deve endividar a 100%, de modo a poderem preservar um certo grau de flexibilidade que lhe permita eleger a fonte de financiamento mais adequada a cada momento. Daí, a incorporação no modelo de MM dos custos de falência, que fariam com que o nível ótimo de endividamento fosse determinado em função do nível dos custos de insolvência (Merton 1974; Miller 1988; Novo 2009).

Hoje, o conceito teórico global é amplamente aceita e tornou-se uma parte substancial da teoria financeira e da própria fundação para as modernas teorias de finanças (Miller 1988), especialmente a teoria *trade-off* avança diretamente com um modelo, através da inclusão de fatores importantes como os custos de falência. (Frank e Goyal 2005; Novo 2009; Frenzel 2013)

2.1.2. TEORIA TRADE-OFF

A teoria *trade-off* pressupõe que a empresa procura o equilíbrio entre os custos de falência e os benefícios fiscais associados à emissão de dívida. Assume assim a existência de um limite ótimo para o endividamento sustentável. Assim, o modelo do *trade-off* destaca a escolha por parte das empresas na determinação de um nível ótimo de endividamento em função do equilíbrio entre os custos e os benefícios associados à dívida, onde os custos de falência se contrapõem aos benefícios fiscais (e.g., Inácio 2008; Novo 2009; Caetano 2011).

No que refere aos custos de “transação”, Miller e Orr (1966) mostra que empresas que enfrentem custos de intermediação financeira superiores detêm mais disponibilidades,

pois os custos transação são no contexto da teoria do *trade off*, um determinante que influencia positivamente a acumulação de liquidez.

Sabendo que uma empresa segue uma política de estrutura de capital ótima e que esta envolve uma “troca” (*trade-off*) entre risco e rendibilidade, pois o acesso a um financiamento elevado de capital alheio aumenta o grau de risco, pois a expõem as empresas a eventuais dificuldades de solvência dos seus compromissos, devido ao aumento do risco. (Inácio 2008; Novo 2009; Caetano 2011). Ou seja, de acordo com a teoria *trade-off*, os custos de falência são um fator determinante da decisão de financiamento, podendo influenciar a estrutura de capitais, pois estes custos são fortes limitadores dos altos níveis de endividamento, por vezes desejados pelos gestores, uma vez que os benefícios fiscais são incentivadores ao endividamento (Novo 2009).

De acordo com Miller (1977) as empresas se endividam-se atraídas pelos benefícios fiscais proporcionados pela dívida. Para as empresas se endividarem têm de convencer os investidores a comprarem títulos de dívida das empresas (obrigações) em vez de ações. Porém, à medida que a necessidade de endividamento aumenta, a empresa necessita de atrair novos investidores, sujeitos agora ao efeito fiscalidade, pois os impostos incidem quer sobre as empresas quer sobre os particulares, para que estes aceitem trocar ações por obrigações é necessário conceder uma taxa de juro mais elevada. Ou seja este processo pode ocorrer até ao ponto em que a poupança fiscal da empresa iguala o acréscimo da carga fiscal suportada pelos particulares, isto é, até que taxa de imposto que incide sobre os particulares iguale a taxa da empresa (Gama 1999).

A insolvência financeira surge quando a empresa verifica que está com dificuldades de honrar os seus compromissos financeiros resultantes da dívida com os seus credores. Neste contexto, ocorrer a falências da empresa que pode ser definida como a situação que permite aos credores assumir o controlo da empresa, quando esta não cumpre as suas obrigações relativamente à dívida (Brealey, Myers e Allen 2007).

Os custos de falência representam assim os custos das dificuldades financeiras associados ao serviço da dívida, pois naturalmente suportar um custo adicional influencia negativamente o valor da empresa (Inácio 2008). Desta forma o recurso há dívidas em excesso torna inevitável o início da perda de valor da empresa, pois a estrutura ótima de

capital obtém-se quando os custos relacionados com a falência igualam os benefícios fiscais da dívida (Novo 2009). Ou seja, as empresas têm de equilibrar a extensão dos custos e os benefícios fiscais da dívida, medido o impacto do ajustamento desta alavancagem na política de financiamento (Mariz 2014).

2.1.3. TEORIA DA AGÊNCIA

Para além da teoria do *trade-off*, as participações em capital próprio podem ser explicada pela teoria da agência (Al-Najjar 2012). É verdade que devido à enorme complexidade das empresas, estas possuem uma variedade de interesses, e conseqüentemente, atitudes divergentes entre os diversos intervenientes (gestores, acionistas, credores, investidores e *stakeholders*), sendo que, estas divergências podem ser entraves ao bom funcionamento da empresa e são simetricamente refletidas no valor da empresa (Novo 2009).

Com base no trabalho pioneiro de Jensen e Meckling (1976), a teoria da agência centra-se nos conflitos de interesses entre gestores (agentes) e os acionistas (principal), ou seja, é o resultado da separação entre a gestão e a propriedade da empresa. Contudo estes conflitos podem ser resolvidos com base nos contratos estabelecidos entre as partes. Nesta relação de agência, o investidor induz o gestor para agir por sua conta e de acordo com o seu interesse, em troca de incentivos. Segundo a opinião de (Bushman e Smith 2001), os gestores deviam ser compensados através de políticas de incentivos, onde são avaliados com base nas variáveis remuneração e desempenho, através da avaliação dos dados estatísticos sobre a sua produtividade; remuneração por objetivos estipulado no contrato; avaliação do seu impacto no sistema de contabilidade e resultados. Os seus incentivos podem ser ainda sobre a forma de bônus, bem como ter opção de compra de ações da empresa (a baixo do valor de mercado). Contudo ambas as partes pretendem maximizar a sua função de utilidade, mas existe a possibilidade de uma das partes adotar um comportamento oportunista, de maneira a agir em conformidade com os seus interesses, prejudicando os interesses da outra parte - seleção adversa (Jensen e Meckling, 1976).

Para limitar este comportamento oportunista ocorrem os custo de agência que visam à otimização dos interesses conflituosos entre as partes, onde o acionista terá que implementar um sistema de controlo de forma a limitar o comportamento oportunista gestores são os chamados custo de controlo, e o gestor terá de se justificar e suportar os

seus argumentos perante o acionista, confirmando que o seu ponto de vista age em acordo com os interesses do investidor (Jensen e Meckling, 1976 e Quintart e Zisswiller, 1994). Ou seja, as decisões dos gestores devem de ir ao encontro dos interesses acionistas visando ainda otimizar os interesses dos *stakeholders* e dos restantes investidores (Tirole, 2001).

Jensen e Meckling, (1976) evidenciam ainda mais dois tipos de conflitos que são frequentes nas empresas: um que advém do conflito de interesses entre acionistas, onde em simultâneo também são gestores, ou por outro lado, os conflitos de interesses que advém entre os acionistas e os credores da empresa.

Porém, a teoria da agência continua a pressupor que a meta da empresa consiste na maximização do seu valor de mercado, e esta não oferece uma grelha de análise das relações de agência com base na dimensão das empresas (Caetano 2011).

2.1.4. TEORIA DOS SINAIS

As contribuições de Ross (1977) e Leland e Pyle (1977) levaram ao desenvolvimento desta teoria, segundo a qual, as empresas podem enviar sinais para o mercado como forma de divulgar informação acerca das empresas, ou seja, sinalizarem a informação para o mercado sobre as decisões de financiamento, e investimento e de distribuição de dividendos.

A teoria dos sinais parte da ideia que os diversos intervenientes ou agentes económicos não dispõem todos da mesma informação, esta é, pelo contrário, imperfeita e assimétrica, de modo que os bem ou melhor informados (gestores) vão comunicar toda a informação que os investidores externos pretendem apreciar (MM 1963; Quintart e Zisswiller 1994; Brealey, Myers, e Allen 2007; Vieito e Maquieira 2010). A transmissão de sinais para o mercado de valores afeta o posicionamento dos investidores externos às oportunidades de investimento e por consequência a estrutura de capitais das empresas, ocasionando refutações positivas ou negativas para o mercado (Novo 2009; Caetano 2011).

Desde sempre a competitividade entre empresas tem prevalecido no mercado, onde hoje em dia assume cada vez mais sinais de globalização, esta situação tem causando crises mortíferas para diversas empresas e esse efeito inevitável originou a implementação de

novas estratégias que potenciem o seu desenvolvimento e crescimento (Zhang, 2010), dessa maneira o processo de publicação de informações para o mercado é uma estratégia que as empresas não se devem esquecer, pois devem enviar sinais válidos e credíveis, isto é, deverão indicar características não suscetíveis de serem imitadas por outras empresas, permitindo portanto que seja um meio que permita as empresas de “boa qualidade” isto é, rentáveis distinguirem-se das restantes (Quintart e Zisswiller 1994).

Os sinais utilizados podem ser de diversos tipos, mas focando o domínio financeiro os padrões normais são ao nível das políticas de endividamento (estrutura de capitais) e dividendos, bem como ao nível da informação nas declarações financeiras (Quintart e Zisswiller 1994). Assim Ross (1977), Leland e Pyle (1977) defendem que uma emissão de dívida constitui um sinal credível ou positivo para o mercado, pois sinaliza que a empresa tem em carteira boas oportunidades de investimento e possui um posicionamento financeiro saudável, e terá fluxos de caixa suficiente para o pagamento dos juros e da dívida no longo prazo. Por sua vez, as emissões de capital próprio são interpretadas como um sinal negativo para o mercado, na medida em que indicam uma eventual de partilha de prejuízos futuros da empresa com os novos acionistas. Já um aumento dos dividendos são interpretados com um sinal positivo, uma vez que os investidores associam o aumento de dividendos a um aumento dos lucros potenciais futuros da empresa.

Contudo, Ross (1977) afirma que a sinalização das decisões sobre a estrutura de capital aumentam a percepção do valor do mercado. Desta forma, a sinalização para o mercado é de facto um fator determinante para as políticas de financiamento de uma empresa.

2.1.5. TEORIA DA PECKING ORDER

Após a identificação das limitações das teorias anteriores, e como diz Myers (1984), “estas não parecem explicar o comportamento de financiamento real, e parece presunçoso aconselhar as empresas sobre a estrutura ótima de capital quando estão tão longe de explicar as decisões reais.” Desta forma a teoria Pecking Order foi sugerida inicialmente por Myers (1984), Myers e Majluf (1984), sendo considerada como a teoria que explica a hierarquia nas preferências nas diversas fontes de financiamentos das empresas.

De facto a teoria Pecking Order justifica-se e tem uma ligação forte à teoria dos Sinais, nomeadamente, pela assimetria de informação entre os gestores e os investidores externos, pois é claro que os gestores têm em sua posse mais informação acerca das perspectivas, riscos e valor das respetivas empresas (Quintart e Zisswiller 1994; Brealey, Myers, e Allen 2007; Vieito e Maquieira 2010). Assim da assimetria de informação resultam respostas negativas ou positivas para o mercado, ou seja, afeta o tipo de escolha entre um financiamento interno ou externo e entre uma nova emissão de dívida ou de ações (Novo 2009; Caetano 2011). Assim, as empresas tendem a adotar uma hierarquia na seleção de fontes de financiamento, devido a cada tipo de endividamento estar associado um risco/custo, ao investimento que é financiado (Brealey, Myers e Allen 2007).

Baseado nos trabalhos de Myers (1984), Brealey, Myers e Allen (2007) podemos resumir esta problemática de acordo com o modelo de hierarquia das fontes, pela ordem de preferência risco/custo como é descrita da seguinte forma:

- 1) As empresas preferem os fundos gerados internamente, isto é, o autofinanciamento;
- 2) Adaptam os seus objetivos para os rácios de distribuição de dividendos às oportunidades de investimento, tentando simultaneamente evitar modificações súbitas nos dividendos;
- 3) A necessidade de uma política de dividendos estáveis, aliada às flutuações não previsíveis da rentabilidade da empresa e das suas oportunidades de investimento implica que os fundos gerados internamente sejam superiores ou inferiores às exigências de financiamento impostas pelas oportunidades de crescimento. Caso sejam superiores, a empresa amortiza a dívida ou investe em valores mobiliários negociáveis. Pelo contrário, se forem inferiores, a empresa recorre ao saldo de tesouraria ou opta, geralmente, por vender a sua carteira de valores mobiliários negociáveis;
- 4) Se o financiamento externo for necessário, as empresas recorrem a hierarquização começando por recorrer ao endividamento, seguidamente emitem títulos hídricos, como as obrigações e em último recurso, optam pela emissão de ações juntos de novos investidores.

Sabendo que as motivações pela necessidade de atingir um rácio de endividamento ótimo se reverte na abordagem da teoria do *trade-off*, no que diz respeito a abordagem da teoria do *pecking order* as motivações predem-se pela necessidade de financiamento externo, uma vez que não existe possibilidade de usar recursos internos ou se encontram em pequena proporção face a investimentos de alguma grandeza, assumindo que as

oportunidades de investimentos são rentáveis e existentes (Myers 1984 ;Shyam-Sunder e Myers 1999; López-Gracia e Sogorb-Mira 2008).

Como refere Novo (2009) de acordo com a teoria em análise, os índices de endividamento são o resultado da insuficiência de fluxos de caixa, face às oportunidades de investimento. As empresas apenas emitem capital próprio quando esgotada a capacidade de endividamento. Quanto mais elevada for a rentabilidade da empresa, menor deverá ser o seu nível de endividamento, pois empresas mais rentáveis apresentam uma maior capacidade de se financiarem com fundos gerados internamente.

É notório que a teoria da *pecking order* apresenta limitações, mas esta é de facto esclarecedora que a maior parte dos financiamentos externos provem de dívida, e também que as alterações nos rácios de endividamento tendem a seguir os requisitos do financiamento externo resultantes das necessidades de investimento (Caetano 2011).

2.1.6. TEORIA MARKET TIMING

Tendo em conta que as investigações sobre a estrutura de capital focam substancialmente sobre empresas cotadas em bolsas, a literatura financeira surgiu mais recentemente uma nova teoria, sendo uma derivação das teorias dos sinais e *pecking order*, a teoria *market timing*. Esta teoria assume a importância de descrever as decisões financeiras em função do *timing* do mercado de capitais (ações) (Baker e Wurgler 2002).

Segundo as evidências de Baker e Wurgler (2002) a teoria *market timing* ocorre em quatro diferentes tipos de estudos:

1. As empresas tendem a emitir capital próprio em vez de dívida, quando registam cotações superiores, em relação ao valor contabilístico ou cotações anteriores, e tendem a recomprar quando a cotação é baixa (Taggart 1977; Korajczyk, Lucas e McDonald 1991; Ikenberry, Lakonishok e Vermaelen 1995).
2. As empresas emitem capital próprio quando o custo de capital é relativamente baixo e recompram quando o custo é relativamente alto. De acordo com os estudos sobre análise dos retornos das emissões de capital próprio, numa perspetiva de longo prazo as decisões financeiras sugerem que a estratégia do *market timing* é bem-sucedida em média (Fama 1998; Baker e Wurgler 2000).

3. Em conformidade com a análise aos ganhos previstos e realizados, as empresas tendem a emitir capital próprio, quando os investidores se encontram muito entusiasmado com as estimativas otimistas dos analistas (Loughran e Ritter 1997; Teoh, Welch e Wong 1998a, 1998b).
4. Num estudo realizado com base em questionários aos *Chief Financial Officer* (CFOs), estes admitem que o *market timing* ocorre quando o preço das ações sobe, admitindo neste contexto uma venda mais “elevada” (Graham e Harvey 2001).

Tendo em conta Baker e Wurgler (2002) as flutuações na avaliação do mercado têm grandes efeitos sobre a estrutura de capital, podendo persistir pelo menos por uma década. De acordo com a teoria de *market timing* a estrutura de capital é em grande parte um resultado cumulativo de tentativas passadas do mercado de capitais, assim sendo não existe uma estrutura ótima de capital, logo então as decisões de financiamento em função do *market timing* são apenas resultado de decisões que se acumulam ao longo do tempo na estrutura de capital. Afirma-se assim que teoria do *market timing* aparenta ter poder explicativo substancial sobre a estrutura de capital.

2.2. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS SOBRE A RELAÇÃO ENTRE A ESTRUTURA DE CAPITAL E A PERFORMANCE DAS EMPRESAS

As decisões sobre a estrutura de capital é uma das questões mais desafiadoras e mais difíceis enfrentadas pelas empresas, ou seja, a decisão mais crítica sobre o nível sobrevivência das empresas. A performance das empresas é significativamente afetada por vários fatores, sendo a estrutura de capital um dos fatores mais significativos entre eles. Dentro de lote de estudos empíricos que têm sido realizados com o objetivo de analisar se existe alguma relação (i.e., positiva, negativa ou nenhuma) entre o desempenho das empresas e estrutura de capital, os estudos têm documentado resultados mistos, como se pode ver seguinte tabela 1.

Tabela I: Síntese da literatura sobre a relação entre a estrutura de capital e a performance das empresas

Autor(es)	País	Período	Amostra	Conclusões
Roden e Lewellen (1995)	Estados Unidos da América - Leveraged Buyouts (LBOs)	1981-1990	107 Transações LBOs	Revelou uma relação positiva entre a performance e a estrutura de capital, demonstrando que estrutura de capital tem um impacto significativo sobre o desempenho financeiro.
Ghosh, Nag e Sirmans (2000)	Estados Unidos da América - Investment Dealers Digest, National Association of Real Estate Investment Trust's e Dow Jones News Retrieval Service	1991-1996	178 Experiências de formação do preço das ofertas de ações de fundos de investimento imobiliário (REITs)	
Abor (2005)	Gana - Ghana Stock Exchange	1998-2002	22 Empresas	
San e Heng (2009)	Malásia - Main Board of Bursa Malaysia	2005-2008	49 Empresas de Construção	
Nirajini e Priya (2013)	Sri Lanka - Colombo stock Exchange	2006-2010	11 Empresas	
Fosu (2013)	África do Sul - Johannesburg Stock Exchange (JSE)	1998-2009	257 Empresas não financeiras	A relação entre alavancagem e a propriedade é positiva, consistente com o argumento de que as empresas com propriedade altamente concentrada não procuram financiamento em capitais próprios, a fim de evitar a perda do controlo. As empresas latino-americanas com mais oportunidades de crescimento tendem a apresentar maior alavancagem, além disso as empresas maiores, dispõem de oportunidades de maior crescimento, são menos rentáveis e tendem a ter mais dívida.
Céspedes, González e Molina (2010)	América Latina - Economatica (Brasil, Chile, Colômbia, Peru e Venezuela) e Reuters (Argentina e México)	1996-2005	806 Empresas não financeiras	
Twairesh (2014)	Arábia Saudita - Saudi Arabia Stock Exchange	2004-2012	74 Empresas não financeiras	O estudo constata que STD, LTD e TD ter impactos significativos sobre ROA. Enquanto apenas LTD tem impactos significativos sobre ROE.

Gharaibeh (2015)	Bahrain - Bahrain Bourse website, FMI	2009-2013	17 Empresas não Financeiras	Os resultados indicam que a estrutura de capital, representada por responsabilidade total aos ativos totais, tem um impacto significativamente positivo sobre o desempenho da empresa representada pelo ROE, mas não pelo ROA, EPS, e DYEILD. Os resultados também indicam que as medidas de desempenho ROA, ROE, EPS e DYIELD têm uma influência significativamente positiva sobre medidas de desempenho do último ano do estudo. Além disso, os resultados indicam que as variáveis Macroeconômicas “inflação” têm uma relação significativamente negativa com certas medidas de desempenho (ROA, ROE e EPS). E o crescimento do produto interno bruto, mostra que os resultados têm uma relação estatisticamente significativa com o lucro por ação (EPS).
Kester (1986)	Estados Unidos da América - American Stock Exchanges; Japão - Tokyo Stock Exchange.	1982-1983	344 Empresas Japonesas e 452 Empresas dos EUA	Relação negativa entre a estrutura de capital e a performance das empresas.
Zeitun e Tian (2007)	Jordânia - Amman Stock Exchange	1989-2003	167 Empresas não financeiras	
Ebaid (2009)	Egito - Egyptian Stock Exchange	1997-2005	64 Empresas não financeiras	
Pratheepkanth (2011)	Sri Lanka - Colombo Stock Exchange	2005-2009	210 Empresas	
Quang e Xin (2014)	Vietname - Ho Chi Minh Stock Exchange (HoSE)	2009-2012	134 Empresas não financeiras	
Rajan e Zingales (1995)	Estados Unidos da América (Global Vantage, Morgan Stanley Capital International Index, Financial Times Actuaries World Index, local market index)	1987-1991	4557 Empresas não Financeiras G-7 (EUA, Japão, Alemanha, França, Itália, Reino Unido, Canada)	Existe uma alavancagem semelhante em todos os países do G-7, no entanto, um exame mais profundo evidência que os fundamentos teóricos das correlações observadas ainda estão longe de estar resolvidos.

Chen e Strange (2005)	China (Shanghai Stock Exchange e Shenzhen Stock Exchange)	2003	972 Empresas (foram excluídas 10 empresa financeiras tinham estruturas de capital especiais)	A performance está negativamente relacionado com a estrutura de capital a um nível muito significativo. As empresas com participações institucionais mais elevadas tendem a evitar o uso de financiamento através da dívida.
Huang e Song (2006)	China - China Stock Market e Accounting Research Database (CSMAR)	1994-2003	Mais de 1200 Empresas	As empresas têm que confiar em financiarem-se através de capital próprio e créditos comerciais, para promover o seu desenvolvimento, este estudo sugere mais oportunidades de financiamento para as empresas chinesas, com o fim de acelerar o desenvolvimento do seu mercado e competitividade.
Daskalakis e Psillaki (2008)	Grécia e França - Amadeus	1998-2002	1252 PMEs Gregas e 2006 PMEs Francesas	Estrutura de ativos e rentabilidade têm uma relação negativa com a performance. Os resultados mostram que as PMEs em ambos os países apresentam semelhanças nas suas escolhas de estrutura de capital. Essas diferenças ocorrem também entre os dois países.
Muritala (2012)	Nigéria - Bolsa de Valores da Nigéria	2006-2010	10 Empresas	Os resultados do Painel de Empresas confirmam que a rotatividade de ativos, dimensão, idade da empresa e de ativos tangíveis da empresa estão positivamente relacionados com o desempenho da empresa.
Taani (2013)	Jordânia - Amman Stock Exchange	2005-2009	45 Empresas	O estudo não encontra relação significativa entre a estrutura de capital e desempenho da empresa, mas demonstra que existe uma relação negativa no que diz respeito a forma de as empresas se financiarem, não sendo equilibrada.
Mwangi, Makau e Kosimbei (2014)	Quênia - Bolsa de Valores de Nairobi (NSE)	2006-2012	42 Empresas não financeiras	Relação negativa entre estrutura de capitais e a sua performance, medido pelo ROA e ROE. Os autores recomendam que as empresas devem reduzir a dependência de dívida de longo prazo como uma fonte de financiamento.
Hadlock e James (2002)	Estados Unidos da América -Compustat e CRSP arquivos (NYSE / AMEX e Nasdaq)	1980-1993	500 Empresas não financeiras	As empresas são relativamente mais propensas a escolher empréstimos bancários quando as variáveis que medem os problemas de informação assimétrica são elevados. Estes resultados são consistentes com a hipótese de que os bancos ajudar a aliviar problemas de informação assimétrica.
Hovakimian, Hovakimian e Tehranian (2004)	Estados Unidos da América - Compustat Industrial, Full	1982-2000	10216 Casos de emissão de capital próprio - excluídas	Conclui-se que a importância dos retornos das ações em estudos de opções de financiamento das empresas não está relacionada com a alavancagem.

	Coverage, e Research files		empresas financeiras	Existe tendência para emitir dívida quando o desempenho operacional é elevado, preferência das empresas pelas disponibilidades de fundos gerados internamente. Há preferência pelo financiamento interno mas existe tentação de emissão de capital próprio quando o preço é alto, esta interferência mante a relação da dívida da empresa perto do interesse dos <i>stakeholders</i> .
Sogorb-Mira (2005)	Espanha - SABE (Sistema de Análisis de Balances Españoles)	1994-1998	6482 PME não financeiras	O resultados apresentam que os benefícios fiscais e a performance são ambos negativamente relacionada com a alavancagem das PME, enquanto a dimensão, o crescimento e estrutura de ativos influência positivamente estrutura de capital das PMEs.
Salim e Yadav (2012)	Malásia - Bursa Malaysia Stock	1995-2011	237 Empresas não financeiras	Estrutura de capital (LTD e TD) tem um impacto negativo significativo sobre o desempenho das empresas, medida pelo ROA. Por outro lado os resultados deste estudo sugerem que há uma relação significativamente positiva entre <i>Tobin's Q</i> (o desempenho da empresa) e estrutura de capital medido por LTD e STD.
Khan (2012)	Índia - listadas na Bombay Stock Exchange (BSE)	2006-2010	438 empresas, inclui 4 industrias: Fabril, Mineira, Extração Construção e Imobiliário, e Serviços	As empresas com maior alavancagem têm maior eficiência, reduzindo o fluxo de caixa livre disponível a critério do gestor até um nível crítico; por consequências as empresas aumentam os custos de agência devido ao perigo de falência. Não existe linearidade na relação entre tipo de propriedade com a estrutura de capital e desempenho das empresas. Proprietários da família têm efeito linear positivo devido ao alinhamento de interesses entre acionistas e gerentes.
Salteh e Ghanavati (2012)	Gana - Ghana Stock Exchange	2004-2008	35 Empresas	O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), retorno sobre ativos (ROA) e retorno sobre o capital total (ROTC) foram utilizados como variáveis explicativas. Estrutura de capital foi representado como dívida de curto prazo (STD), a dívida de longo prazo (LTD) e patrimônio líquido total (TE). O estudo observou que STD e TE têm uma relação positiva significativa com as variáveis ROE, ROA e ROTC mas LTD tem uma relação negativa significativa com as variáveis ROE, ROA e TE.
Pouraghajan et al. (2012)	Irão - Tehran Stock Exchange	2006-2010	400 Empresas	Os resultados sugerem que existe uma relação negativa significativa entre rácio da dívida e o desempenho financeiro das empresas, e uma relação positiva significativa entre a rotação do ativo, a dimensão da empresa, relação da tangibilidade dos ativos e oportunidades de crescimento como medidas de desempenho financeiro.

Legenda:

- ❖ ROA: Rácio Retorno sobre o Ativo;
- ❖ ROE: Rácio Retorno sobre o Capital Próprio;
- ❖ EPS: Rácio Lucro por Ação;
- ❖ *Tobin's Q*: Rácio da relação entre o valor de mercado da empresa e o seu valor contabilístico;
- ❖ DYIELD: Rácio Retorno sobre um Investimento (dividendos) - Divided Yield;
- ❖ ROTC: Rácio Retorno sobre o Capital Total;
- ❖ STD: Rácio da dívida de Curto Prazo sobre o total do ativo;
- ❖ LTD: Rácio da dívida de Longo Prazo sobre o total do ativo;
- ❖ TD: Rácio da dívida da Total sobre o total do ativo;
- ❖ TE: Rácio Património Líquido Total sobre o total do ativo;
- ❖ PME: Pequenas e Médias Empresas.

Os resultados da literatura empírica sobre a relação entre estrutura de capital e a performance das empresas sugerem diferentes conclusões, o que justifica novas investigações. Acresce que muitos dos estudos relatados sobre a relação entre alavancagem financeira e a performance foram conduzidos em países desenvolvidos e em desenvolvimento, tendo como principal foco dos estudos zonas geográficas como a América do Norte, Ásia Ocidental, Ásia do Sul, Ásia Oriental e África Ocidental. Contudo verifica-se uma escassez no que diz respeito a estudos de países da Europa onde se regista um número reduzido de investigações ao nível dos G-7 (e.g., EUA, Japão, Alemanha, França, Itália, Reino Unido, Canada) nos anos 1987-1991 e ao nível de PME's (Grécia e França; Espanha) nos anos 1998-2002 e 1994-1998 respetivamente, onde os mercados de capitais são desenvolvidos.

A tabela 1 apresenta num primeiro grupo de resultados onde se regista uma relação positiva entre a performance e a estrutura de capital, sendo que se destaca as investigações de Céspedes, González, e Molina (2010) sobre América Latina no período de 1996 a 2005 com uma amostra de 806 Empresas não financeiras, e Fosu (2013) sobre a África do Sul investigando no período de 1998 a 2009 com uma amostra de 257 Empresas não financeira. Estas investigações analisam as economias de países emergentes, como as que fazem parte dos BRICS (i.e., Brasil, Rússia, Índia e China), mais exclusivamente Brasil e África do Sul, contudo torna-se importante investigar estas economias visto estas demonstram ser potencializadoras de consumo e de investimento de grande relevo, assim perspectiva-se que venham a desempenhar cada vez mais um papel ainda mais destacado na economia mundial.

No segundo grupo estudos revelam que existe uma relação negativa entre a estrutura de capital e a performance das empresas, destacando-se os trabalhos de Kester (1986) e Rajan e Zingales (1995). De salientar que estes estudos têm como foco a performance das empresas e a estrutura de capital dos países do G-7 (i.e., EUA, Japão, Alemanha, França, Itália, Reino Unido, Canada). Ainda neste grupo destaca-se Huang e Song (2006) sobre a China no período de 1994 a 2003 com uma amostra de mais de 1200 empresas. Com base nos seus resultados os autores sugeriram que as empresas têm que financiar-se através de capital próprio e créditos comerciais, para promover o seu desenvolvimento; sugerem ainda que o governo deve proporcionar mais oportunidades de financiamento para as empresas chinesas, com o fim de acelerar o desenvolvimento do seu mercado de capitais

e competitividade da economia. O estudo em questão retrata a realidade da economia chinesa, dado ter-se assistido a uma vaga de expansão das empresas Chinesas por todo mundo, com aquisições e fusão transfronteiriças com o fim de aceder a fontes de recursos estratégicos, de modo a contribuir para potenciar as suas vantagens competitivas (Deng 2009).

O último grupo revela conclusões mistas nas investigações destacando-se Hovakimian, Hovakimian e Tehranian (2004) nos Estados Unidos da América no período de 1982 a 2000, investigando 10216 casos de emissões de capital próprio, onde se concluiu: que retornos sobre as ações, não está relacionada com a alavancagem; existe tendência para emitir dívida quando o desempenho operacional é elevado, mas continua a existir preferência das empresas pelas disponibilidades de fundos gerados internamente, ainda assim existe tentação de emissão de capital próprio quando o preço é elevado, indo de acordo aos fundamentos da teoria *market timing*. Ainda neste grupo destaca-se a investigação de Khan (2012) sobre a Índia no período 2006-2010, em 438 empresas, revelando que as empresas com maior alavancagem têm maior eficiência, reduzindo o fluxo de caixa livre disponível para uso dos gestores até um nível crítico e por consequência as empresas aumentam os custos de insolvência devido ao perigo de falência, indo de acordo com a teoria do trade-off e confirmando que as decisões sobre a estrutura de capital são estratégicas e muito relevantes para competitividade das empresas.

Com referência às investigações realizadas neste contexto, podemos concluir que um dos fatores mais relevantes para o fracasso das empresas são: financiamento insuficiente e oportunidades de investimento insuficientemente escassas, ou seja, os resultados dos estudos realizados apresentam uma mistura de conclusões, e revelam que num mercado global é cada vez mais difícil às empresas competirem.

3. AMOSTRA, VARIÁVEIS E MÉTODO

3.1. AMOSTRA

A amostra é composta de 66 empresas não financeiras cotadas no mercado EURONEXT100, nomeadamente Bélgica, França, Holanda e Portugal, pertencentes a nove sectores de atividade (i.e., Bens de Capital, Consumo Cíclico e não Cíclico, Energia, Materiais Básicos,

Saúde, Serviços, Tecnologia e Transporte). Das empresas cotadas foram excluídas da amostra as empresas financeiras (empresas bancárias e de seguros), pois estas têm um normativo contabilístico diferente, bem como diferentes reguladores. De referir ainda que da amostra inicial de 71 empresas foram excluídas 5 empresas devido a serem classificadas como empresas *outliers*, isto é, revelam um comportamento atípico nas diferentes variáveis em análise, pela análise gráfica efetuada.

As empresas são observadas ao longo do período 2000-2013. Todos os dados foram obtidos através da consulta da base de dados Datastream, sendo que das 88 empresas exequíveis para a investigação só 71 delas possuíam informação completa. A opção pelo estudo das empresas cotadas no mercado EURONEXT100 sustentou-se em dois critérios de seleção: o primeiro prende-se com o facto de existir uma lacuna científica sobre esta temática, ao nível das empresas europeias (ver tabela 1); e o segundo prende-se pelo facto do mercado EURONEXT100 ser uma amostra representativa no plano europeu.

3.2. VARIÁVEIS

As variáveis dependentes:

i) Retorno Operacional do Ativos (ROA) é calculado com o item resultado líquido do balanço a dividir pelo total do ativo também do balanço (e.g., Huang e Song 2006; Pouraghajan et al. 2012; Salim e Yadav 2012); ii) Retorno sobre o capital próprio líquido (ROE) é calculado com o item resultado líquido do balanço a dividir pelo total do capital próprio do balanço (e.g., Salim e Yadav 2012; Quang e Xin 2014; Twairesh 2014). Estas duas variáveis dependentes são medidas de desempenho comuns de contabilidade.

iii) *Tobin's Q* - a resulta do quociente entre o valor de mercado da empresa e o seu valor patrimonial total, ou seja, é a relação entre o valor de mercado da empresa e o seu valor contabilístico. Este é calculado através da dívida total do balanço e valor de mercado das ações sobre o total do ativo do balanço (e.g., Ebaid 2009; Huang e Song 2006; Salim e Yadav 2012 Fosu 2013);

As variáveis independentes:

Variáveis independentes que medem alavancagem financeira são: i) **STD** - é o rácio dívida de curto prazo, medido pela dívida de curto prazo sobre o ativo total (e.g., Salim e Yadav 2012; Quang e Xin 2014; Twairesh 2014); ii) **LTD** - é o rácio dívida de longo prazo, medido

pela dívida de longo prazo sobre o ativo total (e.g., Salim e Yadav 2012; Quang e Xin 2014; Twairesh 2014); iii) **TD** - é o rácio da dívida total, medido pela dívida total sobre o ativo total (e.g., Huang e Song 2006; Quang e Xin 2014; Twairesh 2014).

iv) **Size “Dimensão”**, sabendo que a dimensão das empresas pode influenciar o seu desempenho, esta investigação controla as diferenças no ambiente operacional das empresas pela inclusão da variável dimensão no modelo. A dimensão é medido pelo logaritmo do ativo total do balanço (e.g., Chen e Strange 2005; Céspedes, González e Molina 2010; Fosu 2013);

v) **Growth “Crescimento”**, pode ser medido de duas maneiras, a primeira pelo crescimento do ativo total do balanço (*Growth 1* na tabela II) e a segunda pelo crescimento das vendas da demonstração de resultados (*Growth 2* na tabela II) (e.g., Chen e Strange 2005; Céspedes, González e Molina 2010; Fosu 2013);

Ainda nas variáveis independentes as variáveis de controlo são:

vi) **País** - variável *dummy*, ou seja é uma variável categórica que foi transformada em numérica, assumindo 0 e 1 para indicar presença ou ausência dos Países (Bélgica; França; Holanda; Portugal) (e.g., Kester 1986; Céspedes, González e Molina 2010; Pouraghajan et al. 2012);

vii) **Sector** - assumindo as mesmas características da variável País, esta também uma variável *dummy*, assumindo 0 e 1 para indicar a presença ou ausência dos Sectores (Bens de Capital, Consumo Cíclico e não Cíclico, Energia, Materiais Básicos, Saúde, Serviços, Tecnologia e Transporte) (Kester 1986; Sogorb-Mira 2005; Pouraghajan et al. 2012).

Tabela II: Descrição das Variáveis

Variável	Formula	Impacto Esperado na Performance (+ ou -)	Outros Autores
❖ Dependente:			
ROA	$\frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Total do Activo}}$	/	(Roden e Lewellen 1995; Hovakimian, Hovakimian, e Tehranian 2004; Huang e Song 2006; San e Heng 2009; Ebaid 2009; Pratheepkanth 2011; Muritala 2012; Salim e Yadav 2012; Taani 2013; Pouraghajan et al. 2012; Salteh e Ghanavati 2012; Nirajini e Priya 2013; Fosu 2013; Mwangi, Makau, e Kosimbei 2014; Quang e Xin 2014; Twairesh 2014; Gharaibeh 2015)
ROE	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Total do Capital Próprio}}$	/	(Abor 2005; Ebaid 2009; Huang e Song 2006; San e Heng 2009; Pratheepkanth 2011; Muritala 2012; Salim e Yadav 2012; Salteh e Ghanavati 2012; Pouraghajan et al. 2012; Taani 2013; Nirajini e Priya 2013; Mwangi, Makau, e Kosimbei 2014; Quang e Xin 2014; Twairesh 2014; Gharaibeh 2015)
Tobin's Q	$\frac{\text{Divida Total} + \text{Valor de Mercado das ações}}{\text{Total do Activo}}$	/	(Huang e Song 2006; Ebaid 2009; Salim e Yadav 2012; Fosu 2013)
❖ Independente:			
STD	$\frac{\text{Dívida de curto prazo}}{\text{Total do Activo}}$	-	(Abor 2005; Huang e Song 2006; (Daskalakis e Psillaki 2008); San e Heng 2009; (Ebaid 2009); (Salim e Yadav 2012); (Salteh e Ghanavati 2012); (Taani 2013); (Twairesh 2014); (Quang e Xin 2014)
LTD	$\frac{\text{Dívida de Longo prazo}}{\text{Total do Activo}}$	-	(Abor 2005; (Huang e Song 2006); (Daskalakis e Psillaki 2008); (Ebaid 2009); San e Heng 2009; (Salim e Yadav 2012); (Salteh e Ghanavati 2012); (Nirajini e Priya 2013); (Taani 2013); (Twairesh 2014); (Quang e Xin 2014)

TD	$\frac{\text{Dívida Total}}{\text{Total do Activo}}$	-	(Abor 2005; (Ebaid 2009) (Huang e Song 2006); (Salim e Yadav 2012); (Twaresh 2014); (Quang e Xin 2014)
Size “Dimensão”	$\ln (\text{Total do Activo})$	-	(Roden e Lewellen 1995); Hovakimian, Hovakimian, e Tehranian 2004; Abor 2005; Chen e Strange 2005; Sogorb-Mira 2005; Huang e Song 2006; Daskalakis e Psillaki 2008; Céspedes, González, e Molina 2010; Muritala 2012; Salim e Yadav 2012; Pouraghajan et al. 2012; Fosu 2013; Twaresh 2014; Mwangi, Makau, e Kosimbei 2014; Quang e Xin 2014)
Growth 1 “Crescimento” - Total do Activo	$Growth\ 1 = \left(\ln \frac{\text{Total do Activo}_{N+a}}{\text{Total do Activo}_N} \right) - 1$	+	(Roden e Lewellen 1995; Abor 2005; Chen e Strange 2005; Sogorb-Mira 2005; Huang e Song 2006; Daskalakis e Psillaki 2008; Céspedes, González, e Molina 2010; Muritala 2012; Salim e Yadav 2012; Pouraghajan et al. 2012; Fosu 2013; Mwangi, Makau, e Kosimbei 2014; Quang e Xin 2014)
Growth 2 “Crescimento” - Vendas	$Growth\ 2 = \left(\ln \frac{\text{Vendas}_{N+1}}{\text{Vendas}_N} \right) - 1$	+	(Roden e Lewellen 1995; Abor 2005; Chen e Strange 2005; Sogorb-Mira 2005; Huang e Song 2006; Daskalakis e Psillaki 2008; Céspedes, González, e Molina 2010; Muritala 2012; Salim e Yadav 2012; Pouraghajan et al. 2012; Fosu 2013; Mwangi, Makau, e Kosimbei 2014; Quang e Xin 2014)
País	Variáveis <i>dummy</i> (Bélgica; França; Holanda; Portugal) .	+	(Kester 1986; Daskalakis e Psillaki 2008; Céspedes, González, e Molina 2010; Pouraghajan et al. 2012)
Sector	Variáveis <i>dummy</i> (9 Sectores)	+	(Kester 1986; Sogorb-Mira 2005; Pouraghajan et al. 2012)

3.3.METODO

Nesta investigação, o tratamento estatístico da informação será levado a cabo recorrendo ao software SPSS (Statistical Package for Social Science), com o objetivo de estudar o efeito das variáveis independentes, em particular as variáveis relacionadas com a estrutura de capital sobre as variáveis dependentes (performance: ROA, ROE e *Tobin's Q*). Utilizando o método de regressão linear múltipla, os dados foram analisados através da média das variáveis par cada empresa no período temporal.

Para cada uma das regressões estimadas referentes às três variáveis dependentes definidas, foram validados os pressupostos básicos em que assenta a construção do modelo de regressão linear múltiplo. Assim, face aos valores obtidos para a matriz de correlações, a multicolinearidade não parece ser um fenómeno relevante na amostra em análise. A distribuição dos resíduos também registou um bom ajustamento à normal, atendendo quer aos resultados do teste do Qui-Quadrado, quer à representação gráfica dos resíduos, situando-se ainda a estatística Durbin- Watson na zona de ausência de correlação.

Dado que a variável *Size* é medida pelo logaritmo dos ativos, aptou-se por utilizar como variável crescimento a variável crescimento relacionada com o crescimento das vendas, isto é, *Growth 2*, e deste modo evita-se problemas de multicolinearidade.

A relação entre estrutura de capital e a performance das empresas foi testada pelos seguintes modelos de regressão linear múltipla:

$$ROE_{i,t} \text{ (performance)} = \beta_0 + \beta_1 STD_{i,t} + \beta_2 LTD_{i,t} + \beta_3 TD_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Growth2_{i,t} + \beta_6 País_{i,t} + \beta_7 Sector_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ROA_{i,t} \text{ (performance)} = \beta_0 + \beta_1 STD_{i,t} + \beta_2 LTD_{i,t} + \beta_3 TD_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Growth2_{i,t} + \beta_6 País_{i,t} + \beta_7 Sector_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Tobin's Q_{i,t} \text{ (performance)} = \beta_0 + \beta_1 STD_{i,t} + \beta_2 LTD_{i,t} + \beta_3 TD_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Growth2_{i,t} + \beta_6 País_{i,t} + \beta_7 Sector_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

Onde:

i - da empresa *i* que varia 1 a 66;

t- horizonte temporal;

β_s = coeficientes das variáveis explicativas a estimar.

$STD_{i,t}$ = dívida de curto prazo sobre os ativos totais para empresa *i* no ano *t*

$LTD_{i,t}$ = dívida de longo prazo sobre os ativos totais para a empresa *i* no ano *t*

$TD_{i,t}$ = dívida total sobre ativo total para empresa *i* no ano *t*

$Size_{i,t}$ = logaritmo do total dos ativos para a empresa *i* no ano *t*

Growth $2_{i,t}$ = crescimento nas vendas para a empresa i no ano t

País e Sector $1_{i,t}$ = Variáveis de controlo

$\varepsilon_{i,t}$ = o termo do erro

4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1. ANÁLISE DESCRITIVA

Como definido anteriormente as variáveis dependentes são ROE, ROA, *Tobin's Q*, considerando que TD, STD, LTD, SIZE e GROWTH representam as variáveis independentes. A repartição das 66 amostras é apresentada na Tabela III. A amostra é primeiro representada pelo País que estão cotados no EURONEXT100, Bélgica (7.58%), França (68.18%), Holanda (19.70%) e Portugal (4.54%). A amostra é ainda representada em 9 setores de atividade que estão definidos no EURONEXT100. Nesse caso são Bens de Capital, Consumo Cíclico e não Cíclico, Energia, Materiais Básicos, Saúde, Serviços, Tecnologia e Transporte, como se pode verificar na tabela IV. Em termos numéricos, há três sectores que representam mais de 12% são Bens de Capital (13.64%), Serviços (33,33%) tendo um terço da amostra total e Tecnologia (12.12%). Os outros três sectores representam menos de 12% são Consumo Cíclico (6.06%), Saúde (4.55%) e Transportes (3.03%).

Tabela V apresenta um resumo das estatísticas descritivas das variáveis dependentes e independentes usadas no estudo. As estatísticas descritivas mostram a média, mediana, mínimo, máximo, desvio padrão, assimetria, curtose e número de observações. Primeiro, a média (mediana) das variáveis dependentes são: ROA, ROE, *Tobin's Q* são 0.0728 (0.0655), 0.0689 (0.0622) e 1.4179 (1.2548), respetivamente. As médias das variáveis da estrutura de capital (TD, LTD e STD) são cerca de 29.61%, 22.55% e 7.10%, respetivamente o que indica empresas do EURONEXT100 financiam o seu ativo em média, utilizando a dívida de longo prazo e monetariamente dívida de curto prazo, o que pode ser explicado pelo seu fácil acesso ao mercado de capitais onde se podem financiar diretamente. A partir deste resultado, as empresas mostram que utilizam 29.61% da dívida para financiar seus ativos. Isso confirma que as empresas estão investindo quase um terço da sua dívida no seu ativo total sendo que ainda têm condições de se endividarem mais para incentivar as empresas a investirem mais e assim aumentarem o valor das empresas. Os dados em si são referentes 2000-2013 compreendem de 66 empresas cotadas EURONEXT 100, mas para

evitar oscilações decorrentes do ciclo económico calculou-se a média das variáveis selecionadas ao longo deste período.

Tabela III: Número de empresas por País

No.	Países	Número de Empresas	Percentagem
1	Bélgica	5	7.58%
2	França	45	68.18%
3	Holanda	13	19.70%
4	Portugal	3	4.54%
	Total	66	100%

Tabela IV: Número de empresas por Sector

No.	Sectores	Número de Empresas	Percentagem
1	Bens de Capital- BC	9	13.64%
2	Consumo Cíclico - CC	4	6.06%
3	Consumo não Cíclico - CNC	6	9.09%
4	Energia	6	9.09%
5	Materiais Básicos - MB	6	9.09%
6	Saúde	3	4.55%
7	Serviços	22	33.33%
8	Tecnologia - Tec.	8	12.12%
9	Transporte - Transp.	2	3.03%
	Total	66	100%

Tabela V: Análise Descritiva

	ROA	ROE	Tobin's Q	STD	LTD	TD	Size	Growth
Média	0.0728	0.0689	1.4179	0.0710	0.2255	0.2961	16.512	0.1082
Mediana	0.0655	0.0622	1.2548	0.0569	0.1906	0.2753	16.549	0.0466
Mínimo	-0.0062	-0.0278	0.5054	0.0054	0.0073	0.0127	14.339	-0.1920
Máximo	0.2066	0.1911	3.5457	0.3204	0.6587	0.8400	19.056	3.4429
Desvio Padrão	0.0415	0.0453	0.6406	0.0546	0.1240	0.1447	1.1671	0.4240
Assimetria	0.858	0.485	1.533	3.060	1.293	1.231	0.150	7.709
Curtose	0.778	0.577	2.586	11.448	2.572	3.070	-0.588	61.377
No.de observações	66	66	66	66	66	66	66	66

4.2.RESULTADOS DA REGRESSÃO

A análise foi apenas realizada para a amostra global, isto é para todas as empresas cotas no mercado EURONEXT100, ou seja, 66 empresas. Dado o número reduzido de empresas por país não foi possível fazer uma análise por país para posterior comparação com o mercado global.

Tabela VI: Performance medida pela variável ROA

STD	B	-0.633
	T-stat	(-0.206)
LTD	B	-0.454
	T-stat	(-0.148)
TD	B	0.474
	T-stat	(0.154)
Size	B	-0.014**
	T-stat	(-2.475)
Growth	B	0.003
	T-stat	(0.282)
Adj.R²		0.244

Regra:

* - Sig. 10%

** - Sig. 5%

*** - Sig. 1%

A Tabela VI mostra os resultados da regressão linear múltipla relativamente à variável dependente ROA. Da análise à tabela verifica-se que não existe relação entre a estrutura de capital medida pelas variáveis STD, LTD e TD e a performance das empresas, apenas a variável *Size* tem uma relação significativamente negativa com o desempenho medido pelo ROA. O valor do R quadrado ajustado é ligeiramente baixo, o que explica que as variáveis independentes apenas explica 24.4% da variável dependente.

Tabela VII: Performance medido pelo ROE

STD	B	-5.789*
	T-stat	(-1.744)
LTD	B	-5.822*
	T-stat	(-1.745)
TD	B	5.739*
	T-stat	(1.720)
Size	B	-0.026***
	T-stat	(-4.086)
Growth	B	0.009
	T-stat	(0.731)
Adj.R²		0.255

Regra:

* - Sig. 10%

** - Sig. 5%

*** - Sig. 1%

A Tabela VII apresenta os resultados da regressão linear múltipla relativamente à variável dependente ROE. DE acordo com os dados reportados na tabela, os resultados indicam uma relação negativa a um nível de significância de 10% entre as variáveis STD, LTD e uma

relação significativamente negativa do *Size* em relação à performance medida pelo ROE, resultados que sugerem que o aumento da dívida influencia negativamente a performance, e as empresas de maior dimensão parecem registrar perdas de eficiência, pois o seu impacto na performance também é negativo, resultado contudo contrário ao expectável. À semelhança do modelo ROA, o R quadrado ajustado apresenta valores similares, isto é, 25.5%.

Tabela VIII: Performance medido pelo *Tobin's Q*

STD	B	-15.099
	T-stat	(-0.388)
LTD	B	-14.032
	T-stat	(-0.359)
TD	B	15.573
	T-stat	(0.399)
Size	B	-0.412***
	T-stat	(-5.633)
Growth	B	0.277*
	T-stat	(1.860)
Adj.R²		0.487

Regra:

* - Sig. 10%

** - Sig. 5%

*** - Sig. 1%

Tabela VIII apresenta os resultados da regressão linear múltipla relativamente à variável dependente *Tobin's Q*. Os resultados indicam que as variáveis STD, LTD e TD não têm qualquer relação com a performance das empresas. Apenas a variável *Size* revelou-se estatisticamente significativa mas com um coeficiente contrário ao esperado. Já a variável *Growth* revelou um coeficiente positivo estatisticamente significativo a um nível de significância de 10%, confirmando que a detenção em carteira de boas oportunidades de crescimento é valorizado positivamente pelo mercado. O valor R-quadrado Ajustado é mais elevado do que nos modelos ROA e ROE explicando 48.7% da variável dependente.

5. PRINCIPAIS CONCLUSÕES

Os mercados no seu todo, estão cada vez mais globalizados e integrados, colocando desafios à regulamentação das economias, sobre tudo nos mercados de valores mobiliários. Reconhece-se que é necessário um mercado estável e regulado para o fortalecimento das economias, por isso exige-se a existência de regulamentação cada vez

mais uniformizada internacionalmente, com o objetivo de reduzir os riscos de fraudes e aumentar a proteção dos investidores (OCDE 2004).

A maioria das investigações acima mencionadas até ao momento tem em grande parte conduzido investigações aplicada em empresas cotadas em bolsas, focando-se essencialmente em áreas regionais específicas (América do Norte, Asia Ocidental, Asia do Sul, Asia Oriental e África Ocidental). Este facto justifica o interesse pela presente investigação (ver tabela I).

Este estudo tem por objetivo investigar o impacto da estrutura de capital sobre a performance das empresas cotadas no mercado EURONEXT100 (i.e., Bélgica, França, Holanda e Portugal). Para tal utilizou-se uma amostra de 66 empresa não financeiras cotadas ao longo do período de 2000-2013. Utilizou-se assim três variáveis para medir a performance das empresas: ROA e ROE como medidas contabilísticas para avaliar o desempenho e a variável *Tobin's Q* que reflete as perceções do mercado.

Os resultados indicam que as variáveis independentes que medem a alavancagem financeira: STD, LTD e TD contrariamente ao esperado não têm uma relação estatisticamente significativa com a performance das empresas. As relações negativas e estatisticamente significativas encontradas para a variável ROE vão ao encontro com as conclusões dos autores (Kester 1986; Zeitun e Tian 2007; Ebaid 2009; Pratheepkanth 2011; Quang e Xin 2014; Mwangi, Makau, e Kosimbei 2014). Inversamente TD indica uma relação positiva com a performance a um nível de significância de 10%. Estes resultados são em gree parte consistentes com Roden e Lewellen (1995); Ghosh, Nag, e Sirmans (2000); Abor (2005); San e Heng (2009); Nirajini e Priya (2013); Fosu (2013).

Consistente com Sogorb-Mira (2005) o *Size* tem relação significativamente negativa com a performance medida pelo ROA, ROE e *Tobin's Q*, apenas a variável crescimento da empresa revela-se apenas estatisticamente significativa com a variável dependente *Tobin's Q*, evidenciado que o mercado valoriza positivamente as boas oportunidades de crescimento detidas pela empresa, resultado em sintonia com Céspedes, González, e Molina (2010).

Face aos resultados obtidos pouco conclusivos é necessário aprofundar o estudo deste tema por parte dos autores. Reconhecemos que limitações ao nível da metodologia

adotada podem justificar os fracos resultados obtidos, pelo que aplicação de dados em painel e modelos dinâmicos se mostre mais adequado para estudar este tema.

Face aos resultados obtidos pouco conclusivos é necessário aprofundar o estudo deste tema por parte dos autores. Reconhecemos que limitações ao nível da metodologia adotada podem justificar os fracos resultados obtidos, pelo que aplicação de dados em painel e modelos dinâmicos se mostre mais adequado para estudar este tema.

A sugestão de recomendações aos gestores sobre as práticas a seguir na sua tomada de decisão ao nível das políticas de financiamento dependem de resultados robustos que contribuam para clarificar a problemática da existência ou não de uma estrutura de capital ótima.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abor, Joshua. 2005. "The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana." *The Journal of Risk Finance* 6(5): 438-45.
- Al-Najjar, Basil. 2012. "The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Some Emerging Markets." *International Business Review*.
- Baker, M, and J Wurgler. 2002. "Market Timing and Capital Structure." *Journal of Finance* 57(1): 1-32. <http://www.blackwell-synergy.com/doi/abs/10.1111/1540-6261.00414>.
- Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler. 2000. "The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns." *The Journal of Finance* 55(5): 2219-57. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/0022-1082.00285>.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, and Franklin Allen. 2007. "Princípios de Fianças Empresariais." In *McGraw-Hill Espanha*, , McGraw - Hill.
- Bushman, Robert M., and Abbie J. Smith. 2001. 32 *Journal of Accounting and Economics Financial Accounting Information and Corporate Governance*. <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0165410101000271>.
- Caetano, Ana Carina Correia. 2011. "Decisões Da Estrutura de Capitais Das PME Da Beira Interior : Teoria Do Trade-off Versus Teoria Da Pecking Order." *UNIVERSIDADE DA BEIRA INTERIOR*.
- Céspedes, Jacelly, Maximiliano González, and Carlos a. Molina. 2010. "Ownership and Capital Structure in Latin America." *Journal of Business Research* 63(3): 248-54. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.03.010>.
- Chen, Jian, and Roger Strange. 2005. "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies." *Economic Change and Restructuring* 38: 11-35.

- Daskalakis, Nikolaos, and Maria Psillaki. 2008. "Do Country or Firm Factors Explain Capital Structure? Evidence from SMEs in France and Greece." *Applied Financial Economics* 18(2): 87-97.
- Deng, Ping. 2009. "Why Do Chinese Firms Tend to Acquire Strategic Assets in International Expansion?" *Journal of World Business* 44(1): 74-84.
- Drobetz, Wolfgang, and Roger Fix. 2003. "What Are the Determinants of the Capital Structure ? Some Evidence for Switzerland What Are the Determinants of the Capital Structure ? Some Evidence for Switzerland." 41(4).
- Ebaid, Ibrahim El-Sayed. 2009. "The Impact of Capital-Structure Choice on Firm Performance: Empirical Evidence from Egypt." *The Journal of Risk Finance* 10(5): 477-87.
- Fama, Eugene F. 1998. "Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance." *Journal of Financial Economics* 49(3): 283-306.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/B6VBX-408CBS1-1/2/79aebf2e4704c12e3799ea68c99df505>.
- Famá, R., and J. W. Grava. 2000. "Teoria Da Estrutura de Capital - as Discussões Persistem." *Caderno de Pesquisa em Administração* 1: 1-10.
- Famá, Rubens., Lucas. A. B. Barros, and Alexandre. D. M. Silveira. 2001. "A Estrutura de Capital É Relevante? Novas Evidências a Partir de Dados Norte-Americanos E Latino-Americanos." *Caderno de Pesquisa em Administração* 8: 71-84.
- Fosu, Samuel. 2013. "Capital Structure , Product Market Competition and Firm Performance : Evidence from South Africa." (13).
- Frank, Murray Z., and Vidhan K. Goyal. 2005. *Handbook of Corporate Finance: Empirical Coporate Finance Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt*.
- Frentzel, Bennet. 2013. "Capital Structure Theory since Modigliani-Miller." *Hochschule fur Wirtschaft und Recht Berlin - School of Economics and Law*.
- Gama, Ana Paula Bernardino Matias. 1999. "Os Determinantes Da Estrutura de Capital Das PME's Insindustriais Portuguesas." *Universidade da Beira Interior*.
- Gharaibeh, Ahmad Mohammad Obeid. 2015. "The Effect of Capital Structure on the Financial Performance of Listed Companies in Bahrain Bourse." *Journal of Finance and Accounting* 3(3): 50-60.
- Ghosh, Chinmoy, Raja Nag, and C.F. Sirmans. 2000. "The Pricing of Seasoned Equity Offerings: Evidence from REITs." *Real Estate Economics* 28(3): 363-84.
- Gitman, Lawrence J. 1978. *Princípios de Administração Financeira*.
- Graham, John R., and Campbell R. Harvey. 2001. "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field." *Journal of Financial Economics* 60(2-3): 187-243.

- Hadlock, Charles J, and Christopher M James. 2002. "Do Banks Provide Financial Slack?" *Journal of Finance* 57(3): 1383-1419. http://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v57y2002i3p1383-1419.html\nfiles/491/Hadlock_2000.pdf.
- Hovakimian, Armen, Gayane Hovakimian, and Hassan Tehranian. 2004. "Determinants of Target Capital Structure: The Case of Dual Debt and Equity Issues." *Journal of Financial Economics* 71(3): 517-40.
- Huang, Guihai, and Frank M. Song. 2006. "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China." *China Economic Review* 17(1): 14-36.
- Ikenberry, David, Josef Lakonishok, and Theo Vermaelen. 1995. "Market Underreaction to Open Market Share Repurchases." *Journal of Financial Economics* 39(2-3): 181-208.
- Inácio, Ana Cristina Mendes. 2008. "Estrutura de Capital Das PME's: Evidência Empírica Para Portugal Usando Diferentes Métodos de Estimação." *Universidade da Beira Interior* Departamen.
- Jensen, Michael C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers." *The American Economic Review* 76(2): 323-29.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3: 305-60.
- Kester, Carl W. 1986. "Capital and Ownership Structure- A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations." *Financial Management in Japan* 15: 5-16.
- Khan, Mohd Imran. 2012. "Capital Structure, Equity Ownersip and Firm Performance: Evidence from India." *Social Science Research Network* Online Web.
- Korajczyk, Robert A., Deborah J. Lucas, and Robert L. McDonald. 1991. "The Effect of Information Releases on the Pricing and Timing of Equity Issues." *The Review of Financial Studies* 4(4): 685-708.
- Leland, Hayne E., and David H. Pyle. 1977. "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation." *Journal of Finance* 32(2): 371-87.
- López-Gracia, José, and Francisco Sogorb-Mira. 2008. "Testing Trade-off and Pecking Order Theories Financing SMEs." *Small Business Economics* 31: 117-36.
- Loughran, Tim, and Jay Ritter. 1997. "The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings." *Journal of Finance* 52(5): 1823-50.
- Mariz, Maria Félix. 2014. "The Capital Structure Choices Os Large European Firms Over the Crisis: Evidence from France, Germany, Ireland and Portugal." *School of Economics and Management* Lisbon.
- Merton, Robert C. 1974. "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates." *The Journal of Finance* 29(2): 449-70.

- Miller, Merton H. 1977. "Debt and Taxes." *The Journal of Finance* 32(2): 261-75.
- . 1988. "The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years." *The Journal of Economic Perspectives* 2(No.4): 99-120.
- Miller, Merton H., and Daniel Orr. 1966. "A Model of the Demand for Money by Firms." *The Quarterly Journal of Economics* 80(3): 413-35.
- Modigliani, Franco, and Merton H Miller. 1963. "American Economic Association Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction." *The American Economic Review* 53(3): 433-43.
- Modigliani, Franco, and Merton H. Miller. 1958. "The American Economic." *The American Economic Review* 48(3): 261-97.
- Muritala, Taiwo Adewale. 2012. "An Empirical Analysis of Capital Structure on Firms ' Performance in Nigeria." *International Journal of Advances in Management and Economics* 1(5): 116-24.
- Mwangi, Lucy Wamugo, Muathe Stephen Makau, and George Kosimbei. 2014. "Relationship between Capital Structure and Performance of Non- Financial Companies Listed In the Nairobi Securities Exchange , Kenya." *Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics (GJCRA) An Online International Research Journal* 1(2): 72-90.
- Myers, Stewart C. 1984. "Capital Structure Puzzle." (April).
- Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics* 13(2): 187-221.
<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0304405X84900230>.
- Nirajini, A., and K. B. Priya. 2013. "Impact of Capital Structure on Financial Performance of the Listed Trading Companies in Sri Lanka." *International Journal of Scientific and Research Publications* 3(5): 1-9.
- Novo, António João Figueiredo. 2009. "Estrutura de Capital Das Pequenas E Médias Empresas : Evidência No Mercado Português." *Universidade de Aveiro*: 1-111.
- OCDE. 2004. "Os Princípios Da OCDE Sobre O Governo Das Sociedades."
- Pouraghajan, Abbasali et al. 2012. "The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures : Evidence from the Tehran Stock Exchange." *International Journal of Business and Commerce* 1(9): 166-81.
- Pratheepkanth, Puwanenthiren. 2011. "Capital Structure and Financial Performance : Evidence From Selected Business Companies." *Journal International refereed research* 2(2): 171-83.

- Quang, Do Xuan, and Wu Zhong Xin. 2014. "The Impact of Ownership Structure and Capital Structure on Financial Performance of Vietnamese Firms." *International Business Research* 7(2): 64-72.
- Quintart, A., and R. Zisswiller. 1994. "Teoria Financeira." In *Editorial Caminho, SA, Lisboa*,.
- Rajan, Rahuram G., and Luigi Zingales. 1995. "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data." *Journal of Finance* 50(5): 1421-60.
- Roden, Dianne M., and Wilbur G. Lewellen. 1995. "Corporate Capital Structure Decisions: Evidence from Leveraged Buyouts." *Financial Management* 24(2): 76-87. http://www.jstor.org/stable/3665536?seq=1#page_scan_tab_contents.
- Ross, Stephen A. 1977. "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach." *The Bell Journal of Economics* 8(1): 23-40. <http://www.jstor.org/stable/3003485?origin=crossref>.
- Salim, Mahfuzah, and Raj Yadav. 2012. "Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies." *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 65(ICIBSoS): 156-66. <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1877042812050902> (August 14, 2014).
- Salteh, Hm, and Elham Ghanavati. 2012. "Capital Structure and Firm Performance; Evidence from Tehran Stock Exchange." *International Proceedings of Economics Development & Research* 43(2006): 225-30.
- San, Ong Tze, and Teh Boon Heng. 2009. "Capital Structure and Corporate Performance of Malaysian Construction Sector." *Centre for Promoting Ideas*: 28-36.
- Shyam-Sunder, Lakshmi, and Stewart C. Myers. 1999. "Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure in Japanese Firms." *Journal of Financial Economics* 51: 219-44.
- Sogorb-Mira, Francisco. 2005. "How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish Data Panel." *Small Business Economics* 25(5): 447-57.
- Taani, Khalaf. 2013. "The Relationship between Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Jordan." *Journal of Management and Business Studies* 2(11): 542-46.
- Taggart, Robert A. 1977. "A Model of Corporate Financing Decisions." *The Journal of Finance* 32(5): 1467-85.
- Talebnya, Godratallah, Mahdi Salehi, Hashem Valipour, and Shahram Shafiee. 2009. "Empirical Study of the Relationship between Ownership Structure and Firm Performance : Some Evidence of Listed Companies in Tehran Stock Exchange." *Zagreb International Review of Economics & Business* 13(1): 51-64.
- Teoh, Siew Hong, Ivo Welch, and T. J Wong. 1998a. "An ACTH4-9 Analog Enhances Social Attention in Aging Rats: A Longitudinal Study." *The Journal of Finance* 13(1): 153-58.

- . 1998b. “Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings.” *Journal of Financial Economics* 50(1): 63-99.
- Thu, Le Thi Anh et al. 2014. “Impact of Capital Structure on the Company’s Performance - The Case of Dana-Y Sell Joint Stook Company.” *Bachelor of Finance & Banking Thesis - FPT University*.
- Tirole, Jean. 2001. “Corporate Governance.” *Econometrica* 69(1): 1-35.
- Twairesh, Abdullah Ewayed M. 2014. “The Impact of Capital Structure on Firm ’ S Performance Evidence from Saudi Arabia.” *Journal of Applied Finance & Banking* 4(2): 183-93.
- Vieito, João P., and Carlos P. Maquieira. 2010. *Finanças Empresatiais - Teoria E Prática*.
- Zeitun, R., and G. G. Tian. 2007. “Capital Structure and Corporate Performance : Evidence from Jordan.” *Australasian Accounting Business and Finance Journal* 1(4).
- Zhang, Hongni. 2010. “Research Hewlett Packard through Its Value Chain.” *International Journal of Business and Management* 5(8): 179-90.