



UNIVERSIDADE DA BEIRA INTERIOR  
Ciências Sociais e Humanas

# **“Os Determinantes da Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas do Setor da Hotelaria”**

**Cátia Alexandra Mendes Abrantes**

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em

**Economia**

(2º ciclo de estudos)

Orientadores: Prof. Doutora Zélia Maria da Silva Serrasqueiro

Prof. Doutor Paulo Jorge Maçãs Nunes

**Covilhã, Outubro de 2013**



# Agradecimentos

Neste âmbito dedicado aos agradecimentos, seguramente não me permite agradecer como devia, a todas as pessoas que, ao longo do meu Mestrado em Economia me ajudaram, direta ou indiretamente, a cumprir os meus objetivos e a realizar mais esta etapa da minha vida. Desta forma, deixo apenas algumas breves palavras, mas com um profundo agradecimento.

Aos meus orientadores, Professora Doutora Zélia Maria da Silva Serrasqueiro e Professor Doutor Paulo Jorge Maçãs Nunes, pelas sugestões, pelos conhecimentos que me transmitiram, pela paciência e compreensão, que contribuíram para a elaboração deste trabalho. Expresso também a minha enorme gratidão pelo apoio incondicional, pelo carinho e pela disponibilidade imediata com que me receberam, no momento em que mais necessitei.

Ao meu pai e à minha mãe, por me terem dado o direito à vida e por serem os meus maiores incentivadores nessa nova fase da minha vida. Aos Meus Pais e ao Meu Irmão, um enorme obrigada por acreditarem sempre nas minhas capacidades e por todos os ensinamentos de vida. Espero que esta etapa, que agora termino, possa de alguma forma retribuir e compensar todo o carinho, apoio e dedicação que, constantemente, me oferecem.

Um obrigada muito especial a todos os meus amigos em especial à Cátia Magalhães, ao Nelson Nunes e ao Ângelo Silva por terem estado sempre ao meu lado, por me encorajarem nos momentos mais delicados e por acreditarem sempre em mim.

A eles, dedico todo este trabalho!



# Resumo

A estrutura de capital (EC) tem sido um tema extensamente abordado nos últimos anos, tendo ganho mais ênfase no início da década de 50 com o artigo desenvolvido por Modigliani e Miller (MM). Assim, este trabalho tem como principal objetivo estudar a importância das diferentes teorias como determinantes e as relações existentes entre o nível de endividamento, que explicam a estrutura de capital das pequenas e médias empresas (PME) no setor da Hotelaria. Para se dar resposta a este objetivo, foi utilizada como metodologia de investigação o modelo de dados em painel, recorrendo a uma amostra de 177 PME, para um período de análise entre 2000 a 2009.

De acordo com a literatura e para levar a cabo este estudo recorreremos a análise de alguns determinantes da estrutura de capital: rendibilidade, dimensão, tangibilidade, oportunidades de crescimento, benefícios para além da dívida, taxa efetiva de imposto e risco. Para as variáveis dependentes selecionamos a variável endividamento total das empresas.

Os resultados empíricos obtidos permitem-nos concluir que as decisões de estrutura de capitais das PME se aproximam dos princípios da teoria da *Pecking Order*, não deixando de ter um comportamento financeiro em conformidade com as suposições da teoria do *Trade-Off*. Os resultados indicam também que as insuficiências de financiamento interno são relevantes na explicação das variações no endividamento das PME. Estas empresas financiam-se em primeiro lugar, com lucros retidos, em seguida recorrem à dívida e só em último lugar, recorrem a capital próprio.

## Palavras-chave:

Dados em painel; Determinantes; Estrutura de Capital; Pequenas e Médias Empresas; Setor Hoteleiro.



# Abstract

The capital structure has been a topic studied in recent years, having acquired more emphasis in the early 50s with the study by Modigliani and Miller (MM). So, the main objective of the current study is to study the applicability of the main theories to capital structures decisions of the SMEs belonging to the hotel industry. To reach this objective, it was used panel data models, using a sample of 177 SMEs for a period of analysis from 2000 to 2009. According to the literature and to carry out this study, we turn to the analysis of some determinants of capital structure: profitability, size, tangibility, growth opportunities, benefits beyond tax debt, effective tax rate and risk. The dependent variable is the level of debt.

The empirical results obtained allow us to conclude that the decisions of the capital structure of SMEs approach the principles of *Pecking Order* theory, whilst having a financial behavior in accordance with the assumptions of the *Trade-Off* theory. Also, the results indicate that the inexistence of internal financing is relevant in explaining the variations of debt of SMEs. These firms finance themselves, firstly, with retained earnings, then resort to debt, and only lastly, they resort to external equity.

## Keywords:

Determinants of Capital Structure; Hotel Industry; Small and Medium-Sized Enterprises; Panel Data.



# Índice

Introdução.....	1
1. Revisão da Literatura.....	2
1.1. Teorias Financeiras.....	2
1.1.1. Teoria Tradicional.....	2
1.1.2. Modigliani e Miller.....	2
1.1.3. Teoria da Agência.....	5
1.1.4. Teoria dos Sinais.....	6
1.1.5. Teoria do <i>Trade-Off</i> .....	6
1.1.6. Teoria da <i>Pecking Order</i> .....	7
1.2. Determinantes da Estrutura de Capital.....	7
1.2.1. Estudos Empíricos.....	7
2. Modelos e hipóteses de Investigação.....	9
2.1. Modelos da Teoria da <i>Pecking Order</i> .....	9
2.2. Modelo da Teoria do <i>Trade-Off</i> .....	12
3. Metodologia.....	15
3.1. Amostra e Variáveis.....	15
3.2. Métodos de estimação.....	17
3.2.1. Teoria da <i>Pecking Order</i> .....	17
3.2.2. Teoria do <i>Trade-Off</i> .....	18
4. Resultados e Discussão.....	20
4.1. Estatísticas Descritivas.....	20
4.2. Teoria Da <i>Pecking Order</i> .....	21
4.3. Teoria do <i>Trade-Off</i> .....	22
Conclusão.....	25
Referências Bibliográficas.....	26



# Lista de Tabelas

**Tabela 1** - Descrição da amostra

**Tabela 2** - Variáveis e Medidas

**Tabela 3** - Estatísticas Descritivas e correlações - Modelo I - Teoria da *Pecking Order*

**Tabela 4** - Estatísticas Descritivas e Correlações - Modelo II - Teoria da *Pecking Order*

**Tabela 5** - Estatísticas descritivas e Correlações

**Tabela 6** - Teoria da *Pecking Oder*

**Tabela 7** - Teoria do *Trade-Off*



# Lista de Acrónimos

**CAE** - Classificação Portuguesa das Atividades Económicas

**CMPC** - Custo Médio Ponderado de Capital

**DIM** - Dimensão

**EC** - Estrutura de Capital

**ET** - Endividamento Total

**ETR** - Taxa efetiva de imposto

**EVOL** - Risco

**GO** - Crescimento

**INE** - Instituto Nacional de Estatística

**LM** - Multiplicador de Lagrange

**LSDVC** - Least Squared Dummy Variable Corrected

**MEA** - Modelo efeitos aleatórios

**MEF** - Modelo efeitos fixos

**MM** - Modigliani e Miller

**NDTS** - Benefícios Fiscais para além da dívida

**OLS** - Ordinary Least Squares

**PME** - Pequenas e Médias Empresas

**PROF** - Rendibilidade

**RAI** - Resultado antes de imposto

**SABI** - Sistema de Análise Balanços Ibéricos



# 1. Introdução

Desde que MM (1958) que as decisões de estrutura de capital têm sido um dos tópicos mais abordados em Finanças Empresariais. Este tópico de investigação tem gerado um grande número de estudos que identificam e analisam os fatores que influenciam as decisões da estrutura de capital das empresas. A literatura sobre decisões de estrutura de capital tem-se centrado sobretudo nas empresas do setor manufatureiro e os seus resultados têm sido transpostos para outros sectores industriais, contudo sem um aprofundamento na sua validação. No presente estudo, procura-se colmatar esta lacuna, tendo como objetivo principal o estudo das decisões de financiamento das PME do sector da indústria da hotelaria. Este sector é constituído por um número substancial de PME e está exposto a uma alta concorrência, bem com à grande incerteza da conjuntura económica. Apenas um número restrito de estudos se tem centrado as decisões de estrutura de capital das PME do sector da hotelaria, sendo empresas com características diferentes das empresas da indústria manufatureira. O sector da hotelaria tem registado taxas altas de falência. O fator risco pode afetar as decisões de estrutura de capital das PME deste sector. Adicionalmente, os problemas de agência e de informação assimétrica, em parte associados à natureza dos ativos das PME deste sector de atividade repercutem-se nas decisões de estrutura de capital.

As PME são unidades empresariais que desempenham hoje em dia um papel fundamental em Portugal, dado o número de empregos que criam, a sua representação no tecido empresarial e ao volume de negócios que geram. De acordo com o INE (2011), em 2010 existam 85 205 empresas no setor do Alojamento, Restauração e Similares, das quais 4 095 eram estabelecimentos hoteleiros. O volume de negócios criado por este setor fixou-se nos 9 798 milhões de euros (+ 0,2% do que em 2009).

Alguns estudos têm concluído que as teorias do *Trade-Off* e *Pecking Order* têm aplicabilidade na tomada das decisões de estrutura de capital das PME em geral. O objetivo fundamental deste trabalho de investigação consiste em analisar as decisões de estrutura de capital das PME do setor da Hotelaria, segundos os princípios das teorias do *Trade-Off* e *Pecking Order*.

Para atingir o objetivo previamente definido, recorreu-se à base de dados Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI) para a recolha de dados referente às PME. A amostra da presente investigação é composta por 177 PME, para as quais foram recolhidos dados para um período de 10 anos, compreendido entre 2000 e 2009. Recorreu-se a modelos estáticos de dados em painel para a estimação das relações ente os determinantes da estrutura de capital e o endividamento das PME. Recorreu-se à regressão *ordinary least squares* (OLS), e a modelos de dados em painel estáticos, ou seja, modelos de painel de efeitos aleatórios e modelos de painel de efeitos fixos. Posteriormente, realizou-se uma análise dos estimadores

dinâmicos de painel GMM (1991), *GMM system* (1998) e *Least Squared Dummy Variable Corrected* (LSDVC) para identificar padrões de comportamento do financiamento das PME.

Para além deste capítulo introdutório, em que se pretende dar uma perspetiva do conteúdo a estudar, o presente trabalho possui mais quatro capítulos. No capítulo 1 procedeu-se à revisão da literatura acerca das teorias conceptuais que estão relacionadas com o tema, assim como estudos empíricos realizados no âmbito deste tema. No capítulo 2 apresentamos os modelos da teoria da *Pecking Order* e do *Trade-Off*.

O capítulo 3 é dedicado a uma breve caracterização do tecido empresarial hoteleiro português, assim como à metodologia de investigação.

No capítulo 4 apresentamos e analisamos os resultados obtidos e as principais conclusões do presente trabalho.

## **1. Revisão da Literatura**

### **1.1. Teorias Financeiras**

#### **1.1.1. Teoria Tradicional**

A teoria tradicional foi introduzida por Durand (1952), que afirma que a disponibilidade adequada de financiamento influencia as decisões de investimento da empresa. Para os seguidores desta teoria, é possível encontrar uma estrutura do capital ótima, a qual resulta da combinação entre o capital alheio e o capital próprio e que maximiza o valor da empresa. Brealey e Myers (1998) defendem duas abordagens favoráveis à corrente tradicionalista: a primeira está relacionada com a possibilidade dos investidores classificarem de forma diferente o risco financeiro gerado pelo endividamento. À medida que as empresas se vão endividando, o risco para os acionistas e para os detentores da dívida aumenta, passando os agentes a exigir compensações mais elevadas para os seus investimentos. A segunda abordagem está relacionada com o facto de os tradicionalistas admitirem a existência de um mercado de capitais imperfeito. A empresa deverá procurar uma estrutura ótima de capitais que minimize o custo total de financiamento e conseqüentemente maximize o valor da empresa. Em resumo, a teoria tradicional considera que a estrutura de capital ótima das empresas resulta na minimização do somatório dos custos das diferentes fontes de financiamento - capital próprio e capital alheio.

#### **1.1.2. Modigliani e Miller**

Os primeiros estudos da estrutura de capital das empresas foram apresentados por Modigliani e Miller (MM) (1958) no artigo "*The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment*". Neste artigo os autores defendem que a forma como a empresa se financia é irrelevante para o seu valor e que o custo de capital da empresa se mantém inalterado para

qualquer nível de endividamento. Esta teoria opõe-se à teoria tradicionalista, que defendia a existência de uma estrutura de capital ótima, a qual minimizaria o custo de capital da empresa e maximizaria o seu valor. Para MM (1958) não existe uma estrutura de capital ótima, isto é, todas as combinações possíveis entre dívida e capital próprio levariam a empresa ao mesmo custo médio ponderado de capital (CMPC) e ao mesmo valor. O artigo de MM (1958) foi desenvolvido com base num cenário de mercados de capitais perfeitos que assenta nos seguintes pressupostos:

- i. inexistência de impostos,
- ii. ausência de custos de falência, de custos de agência e de custos de transação,
- iii. inexistência de assimetria de informação.

Com base nestes pressupostos formulados, MM (1958), desenvolvem três proposições com o objetivo de demonstrar que o valor de mercado da empresa é independente das fontes de financiamento da empresa.

Segundo a *proposição I* de MM (1958), a composição da estrutura de capital adotada por uma empresa é irrelevante na determinação do seu valor de mercado, ou seja, nenhuma estrutura de capital é melhor ou pior do que outra para os acionistas da empresa. Dados os pressupostos do modelo de MM, os autores mostram que todos os fluxos de caixa gerados serão repartidos apenas pelos detentores de capital próprio e pelos credores. A proposição I demonstra, ainda, que num contexto de perfeição dos mercados de capitais, não há a possibilidade de ganhos de arbitragem. Consequentemente, duas empresas com grau de risco idêntico, terão sempre o mesmo valor, independentemente da estrutura de capital que a compõe.

Em conclusão, as empresas não terão o seu valor alterado, caso se verifiquem alterações na sua estrutura de capital. Esta proposição tem por base que se o valor de mercado de uma empresa que recorreu apenas a capitais próprios, fosse superior ao valor de uma empresa endividada, então os investidores contrairiam empréstimos e comprariam ações de empresas não endividadas, sendo que estas transações conduzem a um ponto de equilíbrio, no qual o valor de mercado da empresa endividada é igual ao valor de mercado da empresa com financiamento por capital próprio (Ross *et al.*, 2003).

MM (1958) na *proposição II*, demonstraram que a taxa de rendimento que os investidores esperam obter, em virtude do investimento em ações de uma empresa varia linearmente em função do rácio de endividamento.

Os autores concluem que a estrutura de capitais é irrelevante na maximização do valor da empresa. Estas conclusões encontram suporte no mecanismo de ajustamento de arbitragem, segundo o qual se a rentabilidade esperada do ativo de duas empresas diferir relativamente ao valor de equilíbrio, os investidores irão vender as ações da empresa sobreavaliada e comprar as ações da empresa subavaliada - e este processo repete-se até as

empresas terem idênticos valores de rentabilidade esperada, ou seja, até o valor da empresa igualar o valor de equilíbrio.

Na *proposição III* MM (1958), defendem que um investimento só será aceite se a sua taxa de rentabilidade for superior à taxa de desconto adotada pelas empresas, em conformidade com o grau de risco, independentemente da forma escolhida para financiamento.

Esta proposição desvincula as decisões a respeito de investimento e financiamento de uma organização. Conforme explicam os seus autores, MM (1958, p.228): “[...] o ponto de corte de investimento na empresa será totalmente afetado pelo tipo de segurança utilizada para financiar o investimento. Podemos dizer que, independentemente do financiamento utilizado, o custo marginal do capital de uma empresa é igual ao custo médio de capital, que por sua vez é igual à taxa de capitalização para um fluxo desalavancado na classe a que a empresa pertence”.

Esta proposição defende que o modo como um investimento é financiado, é insignificante para o valor da empresa, não se colocando assim a dificuldade da escolha de estrutura ótima de capital. A proposição III é importante, porque impulsiona a administração financeira a analisar formas de financiamento de projetos futuros, via capital de terceiros, via capital próprio ou outra forma de emissão de títulos, já que o que afeta a rentabilidade esperada são os retornos individuais esperados da dívida e do património líquido. Sendo assim, os tipos de instrumentos de obtenção de capital, não os retornos, são irrelevantes na forma de financiamento de novos investimentos.

Devido aos pressupostos de um mercado de capitais, em que o modelo de MM se baseia, e apesar de desenvolverem um modelo competente para concorrer com a visão tradicional, a verdade é que, o modelo apresenta limitações. Como tentativa de ultrapassar essas limitações e aplicarem o modelo à realidade, os autores voltaram a publicar um novo artigo em 1963, designado “*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*”, no qual passam a considerar o efeito da fiscalidade na estrutura de capital das empresas, no qual aqueles autores defendem que quanto maior for a alavancagem da empresa, menor será o montante de imposto sobre o rendimento da empresa. De acordo com o Myers (1984), à medida que a empresa aumenta o seu endividamento, aumenta também, o seu benefício fiscal.

Assim, MM (1963) concluíram que o endividamento aumenta o valor da empresa. Contudo, apesar de os juros serem dedutíveis fiscalmente, a empresa não deve recorrer apenas a capital alheio, de modo a preservar um certo grau de flexibilidade que lhe permita, no futuro, eleger a fonte de financiamento mais adequada.

### 1.1.3. Teoria da Agência

O forte contributo da teoria da agência, para a teoria da estrutura de capital, surge na década de 70 aquando da publicação do trabalho de Jensen e Meckling (1976) *“Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”*. Estes autores definem a teoria da agência como “um contrato onde uma ou mais pessoas (o (s) principal (ais)) contratam outra pessoa (o agente) para desempenhar determinado serviço em seu nome, mediante uma delegação de poderes ao agente”.

O principal estabelece determinado objetivo e usa o agente (a quem incumbe o poder de decisão) como num meio de atingi-lo. Porém o agente também tem interesses próprios, que não são necessariamente coincidentes com os do principal, podendo assim ocorrer conflitos entre os dois. A eliminação do risco associado a este conflito origina custos para a empresa, denominados por custos de agência.

De acordo com esta teoria, o valor da empresa é determinado pela estrutura de capital em função da existência de custos de agência, na qual o ponto ótimo de endividamento pode ser determinado quando os custos de agência são minimizados.

Neste artigo, Jensen e Meckling, segundo Kayo e Famá (1997, p. 2), *“procuram dar um novo enfoque aos estudos existentes até então sobre relacionamentos de agência, acrescentam alguns aspetos comportamentais relacionados à administração e oferecem uma nova visão sobre a estrutura de capital e que chamam de teoria de estrutura da propriedade (ownership structure). Segundo essa teoria, as decisões de financiamento são afetadas pela fração de propriedade nas mãos de insiders (administração) e outsiders (investidores que não fazem parte da administração).”*

Como refere Gama (2000, p. 59), *“É certo que na ausência de endividamento o risco de falência é limitado, mas o mercado interpreta tal conduta como se os dirigentes não visassem a eficiência da empresa, o que provoca uma diminuição do valor da empresa; se existir um sistema de incentivos associados ao mesmo os dirigentes saem prejudicados. Por outro lado, se o nível de endividamento for elevado, a interpretação do mercado é de tal ameaça que obriga os dirigentes a serem mais eficientes e a procurarem a maximização do valor da empresa.”*

Segundo Henriques (2007), o ideal seria que um contrato celebrado entre duas partes, envolvendo a empresa, comportasse todas as situações e que mencionasse exatamente o que o agente deveria fazer em todas as questões possíveis ao longo da vida da empresa, com o objetivo de maximizar os esforços em benefício da empresa e não para o seu proveito próprio. Porém, o que acontece na prática é que os contratos se revelam incompletos, devido a falta de previsibilidade de todas as situações possíveis que podem surgir durante o regimento do mesmo. Por outro lado, se as duas partes da relação, de forma racional, tentarem maximizar a sua utilidade, haverá uma ótima razão para crer que nem sempre o agente irá agir de maneira a maximizar os interesses do principal.

#### 1.1.4. Teoria dos Sinais

Segundo, a teoria dos sinais os gestores detêm mais, enquanto que os investidores, que irão emprestar o dinheiro na forma de capital próprio ou dívida, não sabem estes fins.

Ross (1977) e Leland e Pyle (1977) desenvolveram esta teoria, segundo a qual, as empresas podem enviar sinais para o mercado como forma de divulgar informação acerca das empresas. O trabalho destes autores evidenciou a possibilidade das decisões de financiamento, e de distribuição de dividendos, sinalizarem informações acerca da empresa para o mercado. A emissão de dívida poderia constituir um sinal positivo acerca da empresa, porque esta ficaria obrigada a adiantamentos cíclicos e, naturalmente, restaria menos capital à disposição dos gestores; por sua vez, as emissões de capital próprio interpretadas como um sinal negativo acerca da empresa, na medida em que indicariam possibilidade de partilha de eventuais prejuízos futuros da empresa com os novos acionistas; aumento dos dividendos seriam interpretados como um sinal positivo pelo mercado, pois os investidores associariam aquele aumento de dividendos a lucros superiores esperados pela empresa no futuro.

Segundo esta teoria, o valor dos títulos emitidos pelas empresas depende da interpretação feita pelo mercado acerca dos sinais dados pelos gestores das empresas, na medida em que estes sinais transmitem informação sobre os fluxos futuros esperados. Os investidores tendem a considerar o endividamento como um sinal de qualidade das empresas, sendo que as empresas com maiores dificuldades financeiras apresentam por norma, níveis mais baixos de endividamento. Contudo, Norton (1990), tendo como objeto de análise PME, não encontrou suporte empírico para a teoria dos sinais.

#### 1.1.5. Teoria do *Trade-Off*

Os precursores da teoria do *Trade-Off* defendem a existência de uma estrutura de capital ótima, que maximiza o valor da empresa, que resulta de um *Trade-Off* entre benefícios fiscais e os custos de insolvência financeira, associados ao endividamento (Myers e Robicheck, 1965).

A teoria *Trade-Off*, admite haver uma estrutura ótima capaz de maximizar o valor da empresa, ou seja, as empresas procuram um ponto ótimo de endividamento, no qual os benefícios fiscais igualam os custos de falência associados à dívida.

De acordo com o autor Damodaran (2004), o *Trade-Off* entre os benefícios fiscais e os custos de falência permite encontrar uma estrutura ótima de capital da empresa. De acordo com a teoria, as empresas que detêm maior risco de negócio, que pode ser medido pela volatilidade dos resultados, tendem a estar mais expostas a situações de falência, por isso devem apresentar menor nível de dívida.

Zani (2005) evidencia que as consequências dos riscos de falência vão desde a hipótese de os executivos mais capazes abandonarem a empresa, às perdas de negócios e

talentos. O autor perante este perfil, mencionado anteriormente, salienta a hipótese de adoção de políticas financeiras extremamente arrojadas tanto pode levar ao sucesso, como, ao fracasso.

#### **1.1.6. Teoria da *Pecking Order***

Outra teoria amplamente debatida no domínio da estrutura de capital, é a teoria da *Pecking Order*, proposta por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984).

Myers e Maljuf (1984) sugerem que se o investidor não tiver informações suficientes a respeito do valor da empresa, principalmente quando comparado aos gestores, a empresa corre o risco de ser subavaliada pelo mercado. Esta corrente, segundo Myers (1984), existe uma ordem hierárquica no recurso a fontes de financiamento pelas empresas: em primeiro lugar, selecionam-se lucros retidos e apenas, na insuficiência destes, as empresas recorrem a financiamento externo, começando por emitir dívida, deixando, para último, o recurso á emissão de ações. O principal motivo para essa hierarquização é minimizar os efeitos da assimetria de informação e evitar que o valor de mercado da empresa tenha uma depreciação após o anúncio de uma oferta de ações.

Segundo Harris e Raviv (1991), uma das formas de minimizar a queda nos preços das ações seria a empresa financiar o novo investimento através de fontes menos arriscadas, como recursos próprios ou emissão de títulos de dívida e, somente, após a conclusão do investimento, liquidar esse débito com uma emissão de ações.

Enquanto alguns estudos põem em causa a teoria da *Pecking Order* (e.g.; Brennan e Kraus, 1987 e Constantinides e Grundy, 1989), outros constataam a existência de uma hierarquização das fontes de financiamento, de acordo com esta teoria (e.g.; Norton, 1990; Harris e Raviv, 1991; Lucey e Macanbhaird, 2006; Vos e Shen, 2007 e Serrasqueiro e Nunes, 2008, entre outros). A teoria *Pecking Order* sugere uma relação negativa entre o endividamento e a rentabilidade e sugere que o delineamento de uma ordem de preferência esteja associado à assimetria informacional, comprovado pela ausência de uma estrutura de capital ótima.

## **1.2. Determinantes da Estrutura de Capital**

### **1.2.1. Estudos Empíricos**

Um grande número de estudos empíricos efetuados têm tido como objetivo testar as teorias da estrutura de capital, e como objeto de estudo, as empresas de grande dimensão.

Titman e Wessels (1988) analisaram os fatores determinantes da estrutura de capital para o período de 1974 a 1982. Os autores concluem que o nível de endividamento das empresas americanas apresenta uma relação negativa com o fator rentabilidade.

Harris e Raviv (1991) verificaram que empresas com menor risco de liquidação, em função do valor dos ativos tangíveis, deverão ter maior nível de endividamento.

Adicionalmente, terão maior valor de mercado em comparação as empresas que possuem maior risco de liquidação.

Sheel (1994), concluiu através de um trabalho realizado sobre empresas industriais e hoteleiras, que a explicação da estrutura de capital das empresas do setor da hotelaria exige, para além dos determinantes tradicionais indicados pela teoria financeira, a introdução de determinantes específicos do setor, recomendando que os estudos empíricos posteriores tenham esta preocupação.

Rajan e Zingales (1995) estudaram os fatores determinantes da estrutura de capital para os países do G7 (Japão, Alemanha, França, Itália, EUA, Reino Unido e Canadá), no período de 1987 a 1991. Os autores concluem que as empresas dos países com um sistema financeiro centrado na banca (Japão, Alemanha, França e Itália) mostram um nível de endividamento maior do que as empresas dos países com um sistema financeiro centrado no mercado de capitais (EUA, Reino Unido e Canadá). Os resultados de Antoniou, Guney e Paudyal (2002) mostraram-se também coerentes com os outros estudos (Rajan e Zingales, 1995; Johnson, 1998; Mao, 2003; e Flannery e Rangan, 2006).

De acordo com o autor, Adams (1997), a indústria hoteleira enfrenta obstáculos relacionados com questões estratégicas, resultantes das modificações no sistema, nos modelos de investimento e no crescimento das oportunidades da tecnologia de informação. Os clientes deste setor tornaram-se mais exigentes, a nível da eficiência e qualidade nos serviços prestados pelas empresas hoteleiras, originando novos desafios para os gestores, de modo a que estes satisfaçam os clientes e garantam o prosseguimento num mercado competitivo e crescente. Mas, dada a mudança observada na indústria hoteleira, é essencial que os gestores deste setor disponham de ferramentas eficazes que possam orientar o conjunto de produtos/serviços oferecidos aos clientes, de maneira a possibilitar uma vantagem mais competitiva.

Olsen *et al.* (1998), defendem que a indústria hoteleira encara desafios para encontrar “métodos competitivos que adicionem valor”, ou seja, superar cada vez mais a expectativa do seu mercado-alvo, que, diante das oportunidades de informação e da própria disponibilidade de novas tecnologias, tende a tornar-se mais rigoroso e mudar com maior rapidez as suas condições de satisfação.

O’gorman e Mctienan (2000) concluem, sobre as PME do setor hoteleiro, que o objetivo de aumentar os lucros é o fator que mais influencia a decisão de internacionalização daquelas empresas.

Gomes e Leal (2000) verificaram uma relação positiva entre o endividamento, tangibilidade e risco e uma relação negativa para rentabilidade, crescimento e tamanho. Segundo os autores, empresas com grande valor de ativos tangíveis deverão ter maior nível de endividamento. Os resultados encontrados para tangibilidade e crescimento mostraram mais proximidade com a teoria de *Trade-Off*, enquanto que o resultado da variável rentabilidade está mais relacionada com a teoria de *Pecking Order*.

Moreira e Puga (2001), no período de 1995 a 1997, verificaram que a rentabilidade e as oportunidades de crescimento tinham uma relação negativa com o endividamento, enquanto a tangibilidade possuía uma relação positiva.

Novo (2009) teve como objetivo testar a importância das diferentes teorias sobre estrutura de capital das PME do mercado português. A amostra teve em análise 51 empresas estudando um período de 6 anos, compreendido entre 2000 a 2005, recorrendo-se a uma análise de dados em painel. As estatísticas descritivas do estudo indicaram um endividamento geral de 61,35%, enquanto o endividamento de médio e longo prazo situou-se nos 12,65% e o endividamento de curto prazo nos 48,7%. Assim, o endividamento de curto prazo revelou-se mais importante na vertente de financiamento para as PME.

Serrasqueiro et al. (2011) tiveram como objetivo dar resposta à seguinte pergunta: são as decisões sobre a estrutura de capital diferentes no seio das PME? Este estudo teve como análise 854 empresas, sendo 614 empresas familiares e 240 empresas não familiares e o seu período de investigação foi entre 1999 e 2006. Neste estudo foi usado a análise de dados em painel. Fazendo uma comparação entre os fatores determinantes da estrutura de capital e o endividamento de curto, médio e longo prazo, para as empresas familiares e não familiares, o estudo levou os autores à seguinte conclusão: a dimensão é o determinante mais importante relativo à dívida de médio e longo prazo para as empresas não familiares, o que não sucede com as empresas familiares. Os autores concluem que as teorias da estrutura de capital que têm sido desenvolvidas com base nas grandes empresas, explicam também as decisões sobre a política de financiamento das PME.

## 2. Modelos e Hipóteses de Investigação

### 2.1. Modelos da Teoria da *Pecking Order*

Com o objetivo de verificarmos se as PME seguem a teoria da *Pecking Order* nas suas decisões de estrutura de capital, utilizamos inicialmente o modelo proposto por Shyam - Sunder e Myers (1999). O modelo consiste numa regressão entre a variação do endividamento e o deficit financeiro. O modelo a estimar apresenta-se da seguinte forma:

$$\Delta D_{i,t} = \beta_0 + BFD_{i,t} + d_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

em que  $\Delta D_{i,t}$  é a variação do endividamento,  $FD_{i,t}$  é o deficit financeiro,  $B$  é o parâmetro que mede o impacto do Deficit Financeiro nas variações do endividamento e o  $\varepsilon_{i,t}$  é o termo do erro, que se assume ter uma distribuição normal.

Segundo a teoria da *Pecking Order*, as empresas recorrem ao endividamento na insuficiência de fundos internos. Segundo esta teoria, as empresas não ajustam o nível de endividamento real em direção ao nível de endividamento, mas sim em função das suas necessidades financeiras. Com base nestes argumentos, formulamos a seguinte hipótese:

**H1:** as empresas ajustam o nível de endividamento somente em função do seu deficit financeiro, ou seja,  $\beta_0 = 0$  e  $B = 1$ .

Com o objetivo de verificar se as empresas seguem os pressupostos da teoria da *Pecking Order*, nas suas decisões de estrutura de capital, utilizamos, ainda, o modelo de Watson e Wilson (2002)<sup>1</sup>:

$$\frac{TA_{i,t} - TA_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} = \sum \alpha_i + \beta_{1RE} \frac{RE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_{1EI} \frac{EI_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{(D_{i,t} - D_{i,t-1})}{TA_{i,t-1}} + \theta d_t + \varepsilon_{i,t} + u_{i,t} \quad (2)$$

Em que  $TA_{i,t}$  corresponde ao ativo total no período atual,  $TA_{i,t-1}$  corresponde ao ativo total no período anterior,  $E_{i,t}$ , corresponde aos capitais próprios no período atual,  $RE_{i,t}$  corresponde aos lucros retidos no período atual,  $D_{i,t}$  corresponde ao endividamento no período atual,  $D_{i,t-1}$  corresponde ao endividamento do período anterior,  $d_t$  corresponde às *dummies* anuais,  $u_i$  são efeitos não observáveis através das variáveis independentes,  $\varepsilon_{i,t}$  é o termo do erro que assume ter uma distribuição normal.

**H2:** As empresas seguem os princípios da teoria da *Pecking Order*: em primeiro lugar, escolhem lucros retidos, em seguida financiam-se pelo recurso a capital alheio e só em último lugar, se financiam pelo recurso a capital próprio externo, ou seja, no modelo (2)  $\beta_{1RE} > \beta_2 > \beta_{1EI}$ .

---

<sup>1</sup> Neste modelo, pressupõe-se que a variável corresponde a outro passivo (isto é a dívida remanescente do passivo de médio e longo prazo mais as dívidas financeiras de curto prazo a bancos) é um efeito fixo, ou seja, não varia ao longo do tempo e é uma variável omitida no modelo.

## 2.2. Modelo da Teoria do *Trade-Off*

Para verificarmos se as empresas seguem os princípios da teoria do *Trade-Off*, utilizamos o modelo de ajustamento parcial:

$$D_{i,t} - D_{i,t-1} = \beta_0 + \alpha(D_{i,t}^* - D_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)$$

em que  $D_{i,t}$  é o nível de endividamento da empresa  $i$  no período  $t$ ,  $D_{i,t-1}$  é o endividamento da empresa  $i$  no período  $t-1$ ,  $D_{i,t}^*$  é o nível ótimo de endividamento da empresa  $i$  no período  $t$  e  $\alpha$  é a velocidade do ajustamento do nível de endividamento real em relação ao nível ótimo de endividamento.

Como referem Shyam-Sunder e Myers (1999) o nível de endividamento ótimo das empresas depende das suas características específicas como, a dimensão, a rendibilidade, entre outras. No presente estudo consideramos, tal como Shyam-Sunder e Myers (1999), Miguel e Pindado (2001), Ozkan (2001), Fama e French (2002) e Gaud et al. (2005), que o endividamento ótimo depende das características específicas das empresas familiares.

Assim, sendo modelo nível de endividamento ótimo das empresas é dado por:

$$D_{i,t}^* = \sum_{K=1}^n \varphi_K Z_{k,i,t} + u_i + d_t + v_{i,t}, \quad (2)$$

em que  $Z_{K,i,t}$  é o determinante  $k$  do endividamento da empresa  $i$  no momento  $t$ ,  $\varphi_K$  são os coeficientes de cada determinante do endividamento,  $u_i$  são os fatores específicos das empresas, que não são diretamente observáveis pelos determinantes do endividamento,  $d_t$  representa os efeitos temporais respeitantes às possíveis alterações da conjuntura económica e  $v_{i,t}$  é o erro que se assume com média zero e variância constante.

Substituindo (2) em (1) e reagrupando os termos, vem:

$$D_{i,t} = \lambda_0 D_{i,t-1} + \sum_{K=1}^n \beta_K Z_{k,i,t} + \eta_i + \theta_t + \varepsilon_{i,t}, \quad (3)$$

em que:  $\lambda_0 = (1 - \alpha)$ ,  $\beta_K = \alpha \varphi_K$ ,  $\eta_i = \alpha u_i$ ,  $\theta_i = \alpha d_i$ , e  $\varepsilon_{i,t} = \alpha v_{i,t}$ .

De seguida, apresentamos as hipóteses de investigação, segundo a teoria do *Trade-Off*, referentes à relação esperada entre o endividamento e seus determinantes.

### **Rendibilidade**

Empresas mais rentáveis recorrem mais ao endividamento, dada a menor possibilidade de falência, e maior possibilidade de dedução dos encargos fiscais, pelo que o *Trade-Off* entre probabilidade de falência e dedução dos benefícios fiscais da dívida corresponde a um maior nível de endividamento, pelo que formulamos a seguinte hipótese:

**H3:** Existe uma relação positiva entre a rendibilidade e o nível de endividamento das empresas.

### **Dimensão**

A variável dimensão é considerada como um fator importante e têm vindo a ser testada a sua influência na estrutura de capital. De acordo com Fried e Lang (1988) e Mazhar (1991) esta relação pode ser fundamentada, devido ao facto de o aumento da dimensão ser acompanhado por uma melhoria da capacidade de obtenção de crédito.

Os proprietários das PME são, geralmente, conservadores fixando o uso de dívida, para que o risco de perda de parte da sua riqueza não aumente (Weston e Copeland, 1992). Espera-se uma relação positiva entre o endividamento e a dimensão (Ferri e Jones 1979; Friend e Lang 1988; Barton et al. 1989; Chang e Rhee 1990 e Mazhar 1991; Constand et al., 1991 e Matias e Baptista, 1998). Assim, formulamos a hipótese 4.

**H4:** Existe uma relação positiva entre a dimensão e o nível de endividamento das empresas.

### **Tangibilidade do ativo**

A tangibilidade do ativo abrange o conjunto de ativos tangíveis e intangíveis que formam uma empresa. Conforme, Titman e Wessels (1988); Thies e Klock (1992); Matias e Baptista (1998); Gama (2000); Jorge e Armada (2001) e Augusto (2006), esta variável calcula-se através do quociente do imobilizado corpóreo líquido sobre o ativo total líquido. Nos estudos empíricos realizados por Jesen e Mecklin (1976) e Myers (1977) na teoria da agência e por Myers e Majluf (1984) na teoria da informação assimétrica, têm-se confirmado o sinal positivo entre a estrutura do ativo e o endividamento das empresas.

Esta relação positiva pode ser explicada no sentido que as empresas que se endividam mais são as que têm ativo tangível, que pode ser usado como garantia numa emissão de dívida uma vez que, conseguem evitar os custos de emissão de títulos (Myers e Majluf, 1984) e um valor alto de ativos tangíveis representa uma maior capacidade de endividamento (Friend e Lang, 1988). Michaelas *et al.* (1999) referem que empresas que tenham um nível elevado de ativos tangíveis têm acesso mais fácil ao financiamento externo e níveis mais elevados de endividamento relativamente às empresas com níveis baixos de ativos tangíveis. Assim, formulamos a hipótese 5.

**H5:** Existe uma relação positiva entre a composição do ativo e o nível de endividamento das empresas.

### **Oportunidades de crescimento**

Empresas com maior nível de oportunidades de crescimento recorrem menos ao endividamento por forma a que o aumento da probabilidade de falência, consequência do maior recurso ao endividamento, não se traduza numa diminuição futura das oportunidades de crescimento, pelo que o Trade-Off entre probabilidade de falência e dedução fiscal dos encargos da dívida, corresponde a um menor nível de endividamento. Com base nos argumentos expostos, formulamos a seguinte hipótese.

**H6:** Existe uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento e o nível de endividamento das empresas.

### **Benefícios Fiscais Para Além da Dívida**

DeAngelo e Masulis (1980), explicam que a importância de uma empresa depende, não só de fatores económicos como também da estrutura de capital adotada por estas. Estes autores mencionam que outros benefícios fiscais como as deduções fiscais permitidas pelas amortizações e créditos fiscais dos investimentos, poderiam complementar a função da poupança fiscal facultada pela dívida. Contudo, uma empresa com um nível elevado de outros benefícios fiscais para além da dívida detém de um grau de endividamento inferior a uma empresa que tenha poucos benefícios fiscais para além da dívida.

Assim sendo, espera-se uma relação negativa entre a variável outros benefícios fiscais para além da dívida e o nível de endividamento das empresas, formulando-se a seguinte hipótese de investigação.

**H7:** Existe uma relação negativa entre os outros benefícios fiscais para além da dívida e o nível de endividamento total das empresas.

### **Taxa efetiva de imposto**

Segundo Sogorb-Mira (2005), esta variável será medida pelo quociente entre o valor do imposto e o resultado antes de imposto (RAI).

A teoria do *Trade-Off* defende que as empresas têm um incentivo ao uso do capital alheio uma vez que, devido à dedutibilidade fiscal dos juros, podem obter benefícios fiscais. Pode-se então referir que a empresa tem um incentivo para recorrer ao endividamento, pois quanto maior for a taxa de imposto sobre o lucro empresarial, maiores os benefícios fiscais que pode obter. Desta forma, espera-se uma relação positiva entre a variável explicativa taxa de imposto efetiva e o nível de endividamento das empresas.

**H8:** Existe uma relação positiva entre a taxa efetiva de imposto e o nível de endividamento das empresas.

## Risco

As PME são empresas que normalmente atuam em mercados menos concentrados e por isso defrontam-se com uma concorrência alta e estão sujeitas a um nível de risco mais elevado e uma probabilidade de maior falência, por isso, estas empresas tendem a abrandar o seu nível de endividamento.

Segundo Bradley et al. (1984) as PME com enorme volatilidade dos resultados operacionais, têm uma grande probabilidade de falência e por isso possuem dificuldades na obtenção de crédito. De acordo com Kim e Sorensen (1986), Constand et al. (1991), esta variável será calculada através do coeficiente de variação de Pearson das vendas, dado pelo rácio entre o desvio padrão e a média das vendas. Assim, espera-se obter uma relação negativa entre o nível do risco das empresas e o endividamento, pelo que se formula a hipótese 9.

**H9:** Existe uma relação negativa entre o risco e o nível de endividamento das empresas.

## 3. Metodologia

### 3.1. Amostra e Variáveis

No presente estudo, optou-se por estudar as empresas do setor da hotelaria por se tratar de um dos principais sectores da indústria turística. Por sua vez, o turismo tem vindo a assumir-se cada vez mais como um setor de atividade importante na economia nacional e integrante das estratégias de desenvolvimento delineadas para Portugal. O tecido empresarial hoteleiro português é constituído maioritariamente por PME<sup>2</sup>, que permite a entrada de empreendedores na realização deste serviço que é cada vez mais crescente e diversificado.

De acordo com o Instituto Nacional de Estatística (INE, 2011), em 2010 existiam em Portugal 85 205 empresas a laborar no setor do Alojamento, Restauração e Similares,

---

<sup>2</sup> A Comissão Europeia adotou em Maio de 2003 uma nova definição de Pequena e Média Empresa (PME). De acordo com esta nova definição consideram-se PME:

- i. As empresas com menos de duzentos e cinquenta trabalhadores,
- ii. Volume de negócios até cinquenta milhões de euros,
- iii. Um total de balanço inferior a quarenta e três milhões de euros, (Recomendação da Comissão Europeia 2003/361/CE, 6 de Maio de 2003).

representando 7,3% do total das empresas ativas (um valor inferior em 4,5% do registado no ano anterior), o setor do alojamento integrava 6 478 empresas, sendo 4 095 estabelecimentos hoteleiros.

O volume de negócios gerado pelo setor do Alojamento, Restauração e Similares fixou-se em 9 798 milhões de euros (+ 0,2% do que em 2009).

Como habitualmente, a principal região de destino turístico foi o Algarve (35,4% do total de dormidas), sucedendo-se Lisboa (22,9%) e Madeira (14,1%). Estas regiões também lideraram os valores da capacidade média: 246 camas por estabelecimento no Algarve, 177 em Lisboa e 156 na Madeira. Quanto ao rendimento médio por quarto, Lisboa deteve a primazia (43,4€), secundada pelo Algarve (31,2€) e pela Madeira (30,4€). O número de pessoas ao serviço no setor hoteleiro era de 54 019 trabalhadores menos 2,0% do que o ano anterior. Relativamente à empregabilidade, no setor do alojamento predominaram, em número, as empresas de menor dimensão (até nove pessoas ao serviço).

Estas PME representavam para a economia portuguesa um papel muito importante, funcionando como fator de estabilização e criação de emprego. São elas próprias os motores do crescimento económico português. A amostra do presente estudo é constituída pelas pequenas e médias empresas hoteleiras portuguesas e pretende investigar as relações existentes entre o nível de endividamento e os fatores apontados pela teoria como determinantes. Para este estudo foram selecionadas 177 empresas que adotam a forma jurídica de sociedade, com Classificação Portuguesa das Atividades Económicas (CAE) nas seções A a S da CAE Rev. 3. Na tabela seguinte apresentam-se as empresas selecionadas para constituição da amostra.

**Tabela 1: Descrição da Amostra**

	Número de Empresas
Empresas Incumbentes no Mercado no Período 2000-2009	89
Empresas que Entram no Mercado no Período 2000-2009	56
Empresas que Saem do Mercado no Período 2000-2009	32
Total de Empresas	177

Os dados necessários para a realização da investigação foram obtidos a partir da base de dados Sistema de Análise de Balanços Ibéricos - *System Analysis of Iberian Sheets*.

Este estudo recai sobre as empresas nacionais, logo com prestação de contas em Portugal. Para a elaboração da amostra, consideramos um período de 10 anos, compreendido entre 2000 e 2009, todos os valores monetários foram deflacionados em conformidade com a taxa de inflação verificada em Portugal. Construiu-se um índice de preços desde 2000 a 2009,

tendo sido considerado 2009 o ano base. O *software* estatístico utilizado para o tratamento destes dados foi o software Stata 12.0. A medida das variáveis e respetiva designação apresentam-se na Tabela 2.

**Tabela 2: Variáveis e Medidas**

Variáveis	Medidas
Variações do Endividamento ( $\Delta D_{i,t}$ )	Rácio entre as variações do passivo total e o ativo total
Deficit Financeiro ( $FD_{i,t}$ )	Rácio entre as variações dos ativos fixos mais as variações do working capital mais o endividamento de longo prazo e o ativo total, em que o working capital é dado pela diferença entre o ativo corrente e o passivo de curto prazo
Crescimento do Ativo ( $GROW_{i,t}$ )	Percentagem de crescimento do ativo total
Lucros Retidos ( $RE_{i,t}$ )	Rácio entre os lucros transitados mais as provisões e o ativo total do período anterior
Capitais Próprios ( $E_{i,t}$ )	Rácio entre as variações do capital social e o ativo total do período anterior
Variações do Endividamento* ( $\Delta D^*_{i,t}$ )	Rácio entre as variações do passivo (passivo de médio e longo prazo mais as dívidas financeiras de curto prazo a bancos) e o ativo total do período anterior
Endividamento ( $D_{i,t}$ )	Rácio entre o total do passivo e o total do ativo
Rendibilidade ( $PROF_{i,t}$ )	Rácio entre os resultados operacionais antes de juros e impostos e o ativo total
Dimensão	Logaritmo do volume de negócios
Tangibilidade do Ativo ( $TANG_{i,t}$ )	Rácio entre o ativo fixo e o ativo total
Oportunidades de Crescimento ( $GO_{i,t}$ )	Rácio entre os ativos intangíveis e o ativo total
Benefícios Fiscais Para Além da Dívida ( $NTDS_{i,t}$ )	Rácio entre as amortizações e o ativo total
Taxa Efetiva de Imposto ( $ETR_{i,t}$ )	Rácio entre os impostos pagos e o rendimento líquido sujeito a impostos depois de impostos
Risco ( $EVOL_{i,t}$ )	Valor absoluto do rácio entre a variação do rendimento operacional antes de impostos e taxas e o rendimento operacional antes de impostos e taxas do período anterior

### 3.2. Métodos de Estimação

Para o estudo dos determinantes da estrutura de capital das PME, foram utilizados os modelos de dados de painel. Escolhemos este modelo, dado que nos parece ser a metodologia mais apropriada para testar a relação entre as variáveis.

#### 3.2.1. Teoria da *Pecking Order*

Na estimação da equação (2), usamos uma regressão OLS, devido a duas razões fundamentais: *i*) não existência da variável dependente desfasada nos relacionamentos previstos na equação (1); *ii*) dado que a variável dependente se encontra em primeiras diferenças, os efeitos individuais não observáveis são irrelevantes, pelo que não faz sentido estimar as relações previstas pela equação (1) com base nos modelos de dados em painel, considerando efeitos individuais não observáveis fixos ou aleatórios. Dado que a heterocedasticidade é normalmente um fenómeno relevante nos estudos empíricos que usam dados *cross-section*, os desvios-padrão dos parâmetros foram estimados de acordo com o

estimador de White. Este estimador permite a obtenção de desvios-padrão dos parâmetros estimados coerentes com a possível existência de heterocedasticidade. Na estimação do modelo II da teoria da *Pecking Order*, utilizamos o modelo de dados em painel com efeitos fixos.

### 3.2.2. Teoria do *Trade-Off*

A metodologia dos dados em painel apresenta várias vantagens quando comparada com a análise das séries temporais. Este modelo baseia-se numa combinação de dados cross-section com séries temporais, ou seja, reúnem-se observações seccionais das diferentes empresas para vários períodos de tempo. Segundo, Antoniou et al (2002) e Baltagi (2001), devido a um acréscimo no número de observações, os graus de liberdade aumentam e o problema de multicolinearidade é reduzido, aumentando-se assim a eficiência das estimativas. Adicionalmente, os dados de painel podem verificar a heterogeneidade individual, que é negligenciado nas séries temporais ou cross-section, podendo conduzir a resultados enviesados (Verbeek, 2004 e Baltagi, 1995). Assim, os dados em painel podem enriquecer a análise empírica (Gujarati, 2003). Conforme Baltagi (2005) usando dados em painel podemos escolher a aplicação: de modelos estáticos de painel (regressões OLS, o modelo de efeitos aleatórios (MEA) e o modelo de efeitos fixos (MEF) ou de estimadores dinâmicos de painel (GMM (1991); *GMM system* (1998) e LSDVC (2005)). Na estimação da importância estatística dos efeitos individuais não observáveis, utiliza-se o teste Multiplicador de *Lagrange* (LM) que testa a hipótese nula de que os efeitos individuais não observáveis não são relevantes na explicação do endividamento da empresa, contra a hipótese alternativa de relevância dos efeitos individuais não observáveis na explicação do endividamento (Baltagi, 2005). Não rejeitando a hipótese nula, podemos concluir que os efeitos individuais não observáveis não são relevantes, pelo que uma regressão OLS é uma forma adequada de proceder à estimação dos determinantes do endividamento (Baltagi, 2005). Contrariamente se rejeitarmos a hipótese nula podemos concluir que uma regressão OLS não é a forma mais adequada de proceder à estimação, ou seja, a forma mais adequada de proceder à estimação é admitindo a existência de efeitos individuais não observáveis aleatórios ou fixos (Baltagi, 2005).

Para procedermos a esta estimação usaremos o teste de Hausman (1978). A estatística de Hausman permite-nos decidir qual dos dois modelos apresenta a melhor estimativa, ao comparar os coeficientes obtidos pelo MEA e do MEF. A hipótese nula tem como propósito de que os coeficientes são semelhantes nos dois modelos. Naturalmente, se a hipótese nula não for rejeitada, optaremos pelo MEA, por outro lado, se rejeitarmos a hipótese nula, decidiremos pelo MEF. Apresentaremos os resultados corrigidos da heterocedasticidade e covariância, baseando-nos no método de White (1980).

De acordo com Arellano e Bond (1991) a utilização de modelos estáticos de painel não têm em atenção a correlação em série, a heterocedasticidade e a endogeneidade. Para além que estes modelos também não consideram o possível dinamismo existente nas relações entre

as variáveis independentes e dependentes. Por sua vez, e de acordo com o autor Baltagi (2005) a utilização de estimadores dinâmicos em painel têm várias vantagens, ou seja, a utilização de variáveis dependentes e independentes desfasadas permite eliminar a correlação entre o erro e a persistência do período anterior, o controlo da endogeneidade, maior controlo da possível colineariedade entre as variáveis independentes, a redução do problema da eliminação de variáveis explicativas e permite ainda determinar o nível de ajustamento do endividamento real em direção ao nível ótimo de endividamento. Esta última vantagem indica que as empresas têm como objetivo encontrar o nível de endividamento ótimo que, por um lado, maximize os benefícios fiscais e, por outro, minimize a probabilidade de falência. Dadas estas vantagens optamos por utilizar no nosso estudo o método de estimação dos diversos estimadores dinâmicos de painel, nomeadamente: GMM (1991), GMM system (1998) e LSDVC (2005). De acordo com Baltagi (2005) a estimação do modelo com base em estimadores dinâmicos baseou-se nos seguintes aspetos: a dimensão temporal dos dados, a inclusão dos efeitos não observáveis específicos de cada empresa e dos efeitos não observáveis específicos de cada ano, a introdução da variável dependente desfasada como variável explicativa do modelo e a possível endogeneidade das variáveis explicativas.

O estimador GMM (1991) de Arellano e Bond (1991) tem a sua origem no método dos momentos generalizados (GMM), onde as variáveis instrumentais são a variável dependente e independentes desfasadas.

O estimador GMM system (1998) foi elaborado por Blundell e Bond (1998). Os autores concluíram que quando a variável dependente tem uma elevada correlação entre seus valores no período corrente e no período anterior e o número de períodos não é muito elevado que os resultados obtidos através do estimador GMM (1991) não são robustos. Os resultados dos estimadores GMM (1991) e GMM system (1998) só são considerados robustos quando as estimações são válidas e não pode existir autocorrelação de segunda ordem. Para testar a primeira condição no estimador GMM (1991) utiliza-se o teste de *Sargan* e para o estimador GMM system (1998) utiliza-se o teste de *Hansen*, em que a hipótese nula indica que as estimações são válidas. Caso se rejeite a hipótese nula conclui-se que os instrumentos não são válidos, o que implica que os resultados obtidos não são robustos. Testamos a existência de autocorrelação de primeira e de segunda ordem.

Utilizamos também o estimador dinâmico LSDVC. Bruno (2005) conclui que quando o número de *cross-section* não é muito elevado, e por sua vez o número de observações também o não é, o número de instrumentos gerados, sobretudo através da utilização do estimador GMM system (1998), pode conduzir ao enviesamento dos parâmetros estimados. Assim, através da utilização do estimador dinâmico LSDVC (2005) temos como principal finalidade testar a robustez dos resultados obtidos pelos estimadores dinâmicos GMM (1991) e GMM system (1998), o que pode ser particularmente relevante no contexto de amostras de não considerável dimensão, como é o caso da amostra utilizada no presente estudo.

#### 4. Resultados e Discussão

##### 4.1. Estatísticas Descritivas

Em seguida apresentam-se as estatísticas e as correlações das variáveis de investigação.

**Tabela 3: Estatísticas Descritivas e Correlações - Modelo I - Teoria da *Pecking Order***

	Média	Des.Padr.	$\Delta D_{i,t}$	$FD_{i,t}$
(1) $\Delta D_{i,t}$	0.03139	0.18192		
(2) $FD_{i,t}$	0.00672	0.10738	0.5293**	1

Notas 1. \*\* estatisticamente significativo a 1% de significância.

**Tabela 4: Estatísticas Descritivas e Correlações - Modelo II - Teoria da *Pecking Order***

	Média	Des.Padr.	(1)	(2)	(3)	(4)
(1) $GROW_{i,t}$	0.24949	0.72839	1			
(2) $\Delta RE_{i,t}/\Delta TA_{i,t}$	0.20162	0.98173	0.441**	1		
(3) $\Delta EI_{i,t}/\Delta TA_{i,t}$	0.02253	0.48172	0.101**	-0.312**	1	
(4) $\Delta D^*_{i,t}/\Delta TA_{i,t}$	0.23293	1.06738	0.361**	-0.419**	-0.341**	1

Notas: 1. \*\* estatisticamente significativo a 1% de significância.

**Tabela 5: Estatísticas Descritivas e Matriz das Correlações**

	Média	Des. Padr.	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1) $D_{i,t}$	0.58191	0.10923	1							
(2) $PROF_{i,t}$	0.05102	0.09012	-0.293**	1						
(3) $SIZE_{i,t}$	12.5513	1.24345	0.239**	0.012	1					
(4) $TANG_{i,t}$	0.38919	0.10923	0.201**	-0.013	0.318**	1				
(5) $GO_{i,t}$	0.00861	0.06123	0.010	0.123**	-0.261**	0.291**	1			
(6) $NDTS_{i,t}$	0.04087	0.07823	-0.182**	-0.005	0.201**	0.367**	0.174**	1		
(7) $ETR_{i,t}$	0.28919	0.34859	0.020	-0.06*	-0.012	0.018	-0.006	0.017	1	
(8) $EVOL_{i,t}$	1.02834	4.56485	-0.156**	-0.149**	-0.189**	0.065*	0.156**	-0.038	0.013	1

Notas: 1. \*\* estatisticamente significativo a 1% de significância, \* estatisticamente significativo a 5% de significância.

Da análise efetuada à nossa amostra, como se pode observar na tabela 5, verificamos que em média, para os anos em análise (2000-2009), o endividamento total das pequenas e médias empresas no setor da Hotelaria situa-se nos 58%.

A volatilidade das variáveis é elevada, visto que, o respetivo valor do desvio padrão é superior à sua média. Através da análise da tabela podemos verificar que as variáveis PROF, GO, NDTS, ETR, EVOL são as que apresentam mais volatilidade. Contrariamente, as variáveis

SIZE e TANG apresentam um desvio padrão inferior à sua média, o que significa que a volatilidade destas variáveis é baixa, logo não são consideradas.

Para testar a existência de multicolinearidade entre as variáveis explicativas utilizou-se a matriz das correlações, que mostra que estas variáveis estão correlacionadas entre si. Pela análise desta mesma tabela, podemos verificar uma correlação significativa entre a variável dimensão e rendibilidade, entre a variável tangibilidade e dimensão, entre as variáveis oportunidades de crescimento e rendibilidade, entre os benefícios fiscais para além da dívida e as variáveis dimensão e tangibilidade, entre a variável taxa efetiva de imposto e as variáveis tangibilidade e benefícios fiscais para além da dívida e, por fim entre a variável risco e as variáveis tangibilidade, oportunidades de crescimento e a taxa efetiva de imposto. Contudo, embora tenhamos algumas variáveis independentes com correlações significativas, estas encontram-se num nível de significância de 1 e 5%. Visto que não existe nenhum coeficiente superior a 50% significa que os efeitos de multicolinearidade não são consideráveis e pouco significativos, o que podemos concluir que não existe um elevado grau de correlação entre as variáveis independentes (Guajarati e Porter, 2010). No presente estudo, apenas se verifica uma relação com valores superiores a 30%. Por um lado, a correlação entre as variáveis tangibilidade e a dimensão assumem o valor de 31,8%, por outro lado, a correlação entre os outros benefícios fiscais para além da dívida e a tangibilidade assumindo o valor de 36,7%. No entanto, apesar de superior a 30%, estas correlações não são significativamente elevadas, pelo que o problema da multicolinearidade entre as variáveis explicativas não será particularmente relevante neste estudo.

#### 4.2. Teoria da *Pecking Order*

Tabela 6: Teoria da *Pecking Order*

Variáveis Independentes	Variável Dependente: $\Delta D_{i,t}$	
	Modelo I	Modelo II
$FD_{i,t}$	0.63829** (0.08951)	
$RE_{i,t}$		0.94758** (0.12938)
$E_{i,t}$		0.51849** (0.12890)
$\Delta D^*_{i,t}$		0.75162** (0.08716)
CONS	0.01091 (0.03455)	0.04163* (0.02051)
$R^2$	0.5647	0.6019
Firms	177	177
Observations	1246	1246

Notas: 1. Desvios padrões entre parêntesis. 2. \*\* estatisticamente significativo a 1% de significância; \* estatisticamente significativo a 5 % de significância. 3. As estimativas incluem variáveis *dummy* anuais mas os resultados não são reportados na tabela

Conforme os resultados da Tabela 6, relativamente ao Modelo I - Modelo de Shyam - Sunder e Myers (1999), verificamos que o deficit financeiro influencia positivamente a variação do nível de endividamento. Constatamos que  $\beta_0 > 0$  e  $B < 1$ . Contudo, obtemos um

valor estimado de  $B = 0.63829$ . Este resultado indica-nos que por cada unidade monetária de aumento do deficit financeiro, as PME aumentam o endividamento em 0.6389 unidades monetárias. Embora  $B$  não seja 1, não pode deixar de ser considerado um valor que nos indica que as PME se comportam, no que respeita às suas decisões de estrutura de capitais, na proximidade do previsto pela teoria da *Pecking Order*. Também é de realçar o facto de a constante não ser muito diferente de 0, obtendo-se um valor estimado de  $\beta_0 = 0.0109$ , não sendo estatisticamente significativo. Estes resultados sugerem que as PME seguem a teoria da *Pecking Order*, dado que estas empresas recorrem ao endividamento para colmatar as suas necessidades de financiamento, na ausência de lucros retidos. Desta forma, os resultados obtidos não permitem rejeitar a Hipótese 1 anteriormente formulada.

Os resultados do Modelo II - Watson e Wilson (2002), mostram que os lucros retidos têm uma influência substancial na variação no crescimento. Por cada unidade monetária de aumento dos lucros retidos, as PME aumentam o crescimento em 0.94758 unidades monetárias. Os parâmetros estimados, mostram que em seguida se apresenta o impacto da variação do nível de endividamento sobre o crescimento das PME. De facto, por cada unidade monetária de aumento do nível da dívida, as PME aumentam o seu crescimento em 0.75162 unidades monetárias. Em último lugar, surge o aumento do capital próprio, com um impacto de 0.51849 sobre o crescimento das PME.

Estes resultados mostram que as decisões das PME seguem os princípios da teoria da *Pecking Order*, dado que em primeiro lugar, se financiam com base em lucros retidos, em segundo lugar escolhem capital alheio e só em último lugar, se financiam por aumentos de capital social. O financiamento por aumentos de capital social, pode derivar de aumentos de capital assegurados pelos acionistas/sócios e/ou amigos/família, ou ainda pelo recurso a capital de risco e a *business angels*. No entanto, dado que a amostra é composta por PME não cotadas, este aumento do capital, em caso algum, deriva de uma oferta pública de ações. Os resultados obtidos não permitem rejeitar a Hipótese 2 anteriormente formulada.

#### 4.3. Teoria do *Trade-Off*

De seguida apresentamos os resultados empíricos respeitantes aos testes efetuados à teoria do *Trade-Off*. Nas tabelas seguintes apresentamos, os resultados respeitantes ao modelo de ajustamento parcial com os determinantes do endividamento propostos por esta teoria.

**Tabela 7: Teoria do *Trade-Off***

Variáveis Independentes	Variável Dependente: $D_{i,t}$	
	GMM System (1998)	LSDVC (2005)
$D_{i,t-1}$	0.61484** (0.09636)	0.64631** (0.11258)
PROF <sub>i,t</sub>	-0.81734** (0.07183)	-0.78162** (0.10284)
SIZE <sub>i,t</sub>	0.03419** (0.01117)	0.03019** (0.00981)
TANG <sub>i,t</sub>	0.31823** (0.06891)	0.26152** (0.04516)
GO <sub>i,t</sub>	0.10293 (0.87199)	0.12639 (0.91828)
NDTS <sub>i,t</sub>	-0.46172* (0.22617)	-0.48918* (0.24081)
ETR <sub>i,t</sub>	-0.02393 (0.29182)	0.01828 (0.17161)
EVOL <sub>i,t</sub>	-0.05983** (0.00784)	-0.05167** (0.01023)
CONS	0.10929** (0.05192)	
Hansen Test	35.90	
AR <sub>1</sub>	-6.10**	
AR <sub>2</sub>	-0.59	
Firms	177	177
Observations	1069	1069

Notas: 1. Desvios padrões entre parêntesis. 2. \*\* estatisticamente significativo a 1% de significância; \* estatisticamente significativo a 5 % de significância. 3. As estimativas incluem variáveis *dummy* anuais mas os resultados não são reportados nas tabelas.

Constatamos que o ajustamento do nível de endividamento real em direção ao nível ótimo de endividamento varia entre  $\alpha = 0.3816$  (GMM, 1998) e  $\alpha = 0.35369$  (LDVC, 2005). Podemos concluir que os custos de transação que as empresas suportam, consequência da assimetria de informação existente na relação entre proprietários e credores, são relevantes. Consequentemente, os custos de transação são superiores aos custos de uma estrutura de capitais desequilibrada, pelo que o ajustamento em direção ao nível ótimo de endividamento das PME é lento.

Relativamente aos resultados obtidos entre determinantes e endividamento (Tabela 7), os resultados obtidos com base no estimador dinâmico GMM system (1998) são muito próximos aos resultados obtidos pela aplicação do estimador dinâmico LSDVC (2005).

Constatamos que se verifica uma relação negativa entre rendibilidade e endividamento das PME, pelo que rejeitamos a hipótese H3. As PME não recorrem mais ao endividamento, dada a sua menor probabilidade de falência, consequência da maior rendibilidade, por forma a poderem usufruir numa maior proporção dos benefícios fiscais da dedução dos encargos da dívida.

Verificamos a existência de uma relação positiva entre a dimensão e o nível de endividamento das PME, pelo que não podemos rejeitar a hipótese H4 previamente formulada. Os resultados empíricos obtidos permitem-nos corroborar o argumento sustentado pela teoria do *Trade-Off*, de que as empresas de maior dimensão, dada a sua menor probabilidade de falência, aproveitam para aumentar o recurso ao endividamento, por forma a usufruírem numa maior proporção da dedução fiscal dos encargos da dívida.

Verifica-se a existência de uma relação estatisticamente significativa entre a tangibilidade dos ativos e o nível de endividamento das PME, pelo que não podemos rejeitar a hipótese H5 previamente formulada. Assim sendo, os resultados empíricos obtidos no presente estudo permitem-nos corroborar os argumentos sustentados pela teoria do *Trade-Off* de que as empresas com maior nível de colaterais recorrem mais ao endividamento, como consequência da menor probabilidade de falência, e da maior facilidade de obtenção de crédito, dada a menor possibilidade de mudança na composição dos seus ativos.

Não se verifica uma relação estatisticamente significativa entre as oportunidades de crescimento e o endividamento das empresas PME, levando-nos a rejeitar a hipótese H6 previamente formulada. Também, nestas circunstâncias, não se verifica empiricamente, para o caso das PME, a relação proposta pela teoria do *Trade-Off* entre oportunidades de crescimento e endividamento: as empresas com maiores oportunidades de crescimento, reduzem o montante de endividamento, para evitar um risco financeiro que tenha consequências negativas nas oportunidades de crescimento futuras.

Em conformidade com a teoria do *Trade-Off*, verifica-se uma relação negativa entre os benefícios fiscais para além da dívida e o endividamento das PME, por isso não podemos rejeitar a hipótese H7 previamente formulada. Com base neste resultado, podemos concluir que estas empresas reduzem o nível de endividamento, como consequência da possibilidade de dedução fiscal de encargos alternativos.

Não se verifica uma relação estatisticamente significativa entre a taxa efetiva de imposto e o endividamento das PME pelo que podemos rejeitar a hipótese H8 previamente formulada. Este resultado contraria o previsto pela teoria do *Trade-Off*, de que se as empresas pagam mais impostos recorrem em maior proporção ao endividamento, dada a sua preferência por

esta forma de financiamento, com o objetivo de aumentarem os benefícios fiscais da dedução dos seus encargos.

Verifica-se uma relação estatisticamente significativa e negativa entre o nível de risco e o endividamento das PME pelo que não podemos rejeitar a hipótese H9 previamente formulada. Este resultado mostra que as PME reduzem o nível de endividamento, dada a maior probabilidade de falência, consequência do maior nível de risco.

O estudo presente tem como limitações, o fato de terem sido estudadas as PME do setor da hotelaria que têm características distintas e que podem influenciar as suas decisões de estrutura de capital.

Para investigações futuras, sugere-se que seja utilizada uma amostra de PME a nível da União Europeia, permitindo estabelecer comparações entre contextos distintos e em diferentes dimensões

## Conclusão

No presente estudo, utilizando os modelos e estimadores de painel, testamos empiricamente se as decisões de estrutura de capitais das PME do sector da hotelaria, seguem os pressupostos das teorias do *Trade-Off* e da *Pecking Order*.

Os resultados empíricos obtidos permitem-nos concluir que as decisões de estrutura de capitais das PME se aproximam dos princípios da teoria da *Pecking Order*, não deixando de ter um comportamento financeiro em conformidade com as assunções da teoria do *Trade-Off*.

Os resultados indicam que as insuficiências de financiamento interno são relevantes na explicação das variações no endividamento das PME. Adicionalmente, estas empresas financiam o seu crescimento com base numa ordem hierárquica de fontes de financiamento: em primeiro lugar, financiam-se com lucros retidos, em seguida recorrem à dívida e só em último lugar, recorrem a capital próprio.

Por um lado, o facto de não se verificar, uma influência positiva da rentabilidade e da taxa efetiva de imposto e, uma influência negativa do risco sobre o endividamento, permite-nos concluir que a possibilidade de dedução dos encargos financeiros da dívida parece não assumir relevância na explicação do financiamento das PME, no que concerne às decisões sobre a sua estrutura de capital, contrariando o previsto pela teoria do *Trade-Off*. No entanto, verifica-se uma influência negativa dos benefícios fiscais para além da dívida no nível de endividamento das PME, sugerindo este resultado a importância da dedução dos encargos financeiros da dívida, de acordo com a teoria do *Trade-Off*.

Por outro lado, verifica-se uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o endividamento, e uma relação positiva entre dimensão e endividamento. Estes resultados sugerem que um maior nível de colaterais, associados aos ativos tangíveis, e a redução da probabilidade de falência, consequência da maior dimensão das empresas, poderão contribuir para que aumentem o nível de endividamento. Estes resultados, pese embora não se tenha identificado uma relação negativa e estatisticamente significativa entre as oportunidades de crescimento e o endividamento, sugerem que a probabilidade de falência é aspeto fundamental na explicação do financiamento das PME, do sector da Hotelaria, corroborando o previsto pela teoria do *Trade-Off*.

## Referências Bibliográficas

Baltagi B. H. (1995), “*Econometric Analysis of Panel Data*”, Wiley, Chichester.

Baptista, C. (1997), “Determinantes da Estrutura Financeira das Empresas Hoteleiras Portuguesas”, Tese de Mestrado, Universidade do Algarve/Universidade Técnica de Lisboa.

Brito, G. (2007), “Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam do Brasil”, Revista de Contabilidade e Finanças, Universidade de São Paulo.

Cardoso, R. (2011), “Estrutura de Capital de Pequenas e Médias Empresas em Portugal”, Tese de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa.

Costa, N. e Correia, T. “A Estrutura de Capital das Empresas Familiares Portuguesas á Luz da Teoria da Agência”, Working Paper, Escola Superior de Gestão, Hotelaria e Turismo.

Couto, G. e Ferreira, S. (2010), “Os determinantes da estrutura de capital de empresas do PSI-20”, Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão.

DeAngelo, H. e Masulis R. (1980), “Optimal capital structure under corporate and personal taxation”, Journal of financial economics, vol. 8, 3-29.

Durand, D. (1952), “Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. In: Conference on Research on Business Finance. New York: National Bureau of Economic Research”.

Daskalakis, N. e Psillaki, M. (2009), “Are the determinants of capital structure country or firm specific?”, Small Bus Econ, Vol. 33, pp. 319-333.

Fama, R. e Kayo, K. (1997), “Teoria da agência e crescimento: Evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento”, caderno de pesquisas em Administração, Vol. 2, Nº. 5, pp. 1-8.

Fama, E. F. e French, K. R. (2002), “Testing Trade-Off and *Pecking Order* Predictions about Dividends and Debt”. The Review of Financial Studies, Vol. 15, Nº.1, pp. 1-33.

Fernandes, A.; Marques, F. e Serrasqueiro, Z. “Decisões de Financiamento das Micro Empresas Nacionais”, Working Paper, Universidade da Beira Interior.

Fonseca, J.; Trindade, L.; Vieira, K. e Ceretta, Paulo (2007), “Determinantes de Estrutura de Capital: uma análise de dados em painel de empresas pertencentes ao IBOVESPA no período de 1995 a 2007”, Tese de Mestrado, Universidade de Santa Maria.

Gama, A. (2000) “Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME’s Industriais Portuguesas”, Série Moderna Finança, nº 20, Ed. Instituto Mercado de Capitais, Associação da Bolsa de Derivados do Porto.

Gujarati, D., and Porter, D. (2010). Essentials of econometrics. 4th ed. New York: McGraw - Hill International.

Gomes, G.; Leal, R. P. C. (200), Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores. In: Finanças Corporativas. Organizadores: Ricardo P. Câmara Leal, Newton C. A. da Costa Jr., Eduardo F. Lemgruber. São Paulo: Atlas.

Harris, M., e A. Raviv. (1991), “The theory of capital structure”, Journal of finance, 46, 297-355.

Hall, G.; Hutchinson, P. e Michaelas, N., “Industry effects of the determinants of unquoted SMEs capital structure”, International Journal of the Economics of Business; Nov 2000; 7, 3, pp.297-312.

Henriques, M. (2007) *Governo das Sociedades e Criação de Valor - Grupo Lena*. Coimbra: Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

Instituto Nacional de Estatística, (2012), “Anuário Estatístico de Portugal, 2011”, INE, I.P., Lisboa - Portugal.

Jensen, M. e Meckling, W. (1976), “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, Journal of Financial Economics, Vol.3, pp. 305-360.

Jõeveer, K. (2012), “Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: evidence from transition economies”, Journal of Comparative Economics.

Jorge, S. e Armada, M. (2001), “Fatores Determinantes do Endividamento: uma análise em Painel”, Revista de Administração Contemporânea, Vol. 5, Nº. 2, May/Agu.

Júnior, F. (2012), “ A estrutura do capital das PME’s e das grandes empresas: uma análise comparativa”, Tese de Mestrado, Faculdade de Economia da Universidade Coimbra.

Leland, H. e Pyle, D. (1977): “*Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation*”, *The Journal of Finance*, Volume 32, pp. 371-387.

Marques, A. (2011), “Fatores determinantes da estrutura de capital das empresas Brasileiras”, Tese de Mestrado, Faculdade de Economia e Finanças IBMEC.

Mateev, M.; Poutziouris, P. e Ivanov, K. (2012), "On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis", *Research in International Business and Finance*.

Matias, F. (2001), "Investigação aplicada sobre os determinantes da estrutura de capital", *Revista da Escola de Gestão, Hotelaria e Turismo/Universidade Autónoma de Lisboa nº10*, 2002.

Miguel, A. e Pindado, J. (2001), "Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, pp. 77-99.

Miller, M. (1997), "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, Vol. 32, Nº 2.

Modigliani, F.; Miller, M. H. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol.48, pp. 261-297.

Modigliani, F.; Miller, M. H. (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, Vol. 53, n.3, pp. 433-443.

Myers, S. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 39, Nº 3, pp. 575-592.

Myers, S. e Majluf, N. (1984), "Corporate Financing and Investments Decisions When Firms Have Information That Investors do not Have", *Journal of Financial Economics*, (June), pp. 187-222.

Moreira, M. M.; Puga, F. P. (200), *Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil Pós-Plano Real. Textos para Discussão 84*, BNDES, Rio de Janeiro.

Nakamura, W., Martin, D., Forte, D., Costa, A. e Amaral, A. (2007), " Determinant Factors of Capital structure in the Brazilian Market- An analysis of the regression whit data covering the period from 1999 to 2003", Nº. 44, pp. 72-85.

Norton, E. (1990), "Similarities and Differences in Small and Large Corporation Beliefs about Capital Structure Policy", *Small Business Economics*, Vol. 2, pp. 229-245.

Netto, R. (2009), " Determinantes da Estrutura de Capital de Companhias Abertas Não-financeiras: um estudo empírico com dados em Painel", *Tese de Mestrado*, Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

Novo, A. (2009), “Estrutura de capital das pequenas e médias empresas: evidencia no mercado português”, Tese de Mestrado, Universidade de Aveiro.

Rajan, R. G., Zingales, L. (1995), “*What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data*”, *The Journal of Finance*, vol. 50, pp. 1421-1460.

Rocha, F. (2007), “A estrutura de financiamento das empresas Brasileiras de capital aberto: uma avaliação empírica de novas proposições teóricas”, Tese de Mestrado, Universidade Federal de Minas Gerais.

Rogão, M. (2006), “Determinantes da estrutura de capitais das empresas cotadas portuguesas: evidencia empírica usando modelos de dados em painel”, Tese de Mestrado, Universidade da Beira Interior.

Ross, S.A. (1977), “The determination of financial structure: the incentive-signalling approach”, *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, pp. 23-40.

Ross, S., Westerfield, R. e Jaffe, J. (2002), “Administração Financeira: Corporate Finance”, Tradução de António Zoratto, São Paulo: Atlas.

Serrasqueiro, Z. e Nunes P.M. (2008), “*Determinants of Capital Structure: Comparison of Empirical Evidence from the use of Different Estimators*”, *International Journal of Applied Economics*, 5 (1), pp. 14-29.

Serrasqueiro, Z., Armada, M. e Nunes, P. (2011), “*Pecking Order Theory versus Trade-Off Theory: are servisse SMEs capital structure decisions diferente?*”, *Springer Link Journals*, Vol. 5, Nº. 4, pp. 381-409.

Shyam-Sunder, L., and Myers, S. (1999). Testing static Trade-Off against *Pecking Order* models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 219-244.

Sogorb-Mira, F. (2005), “How SME Uniqueness Affects Capital Structure: “Evidence from A 1994-1998 Spanish Data Panel”, *Small Business Economics*, Vol. 25, pp. 447-457.

Teixeira, L. (2012), “Alteração da estrutura de capital nos períodos de racionamento de crédito: evidência empírica para Portugal”, Tese de Mestrado, Universidade Técnica de Lisboa.

Titman, S. e Wessels, R. (1988), “The Determinants of Capital Structure Choise”, *The Journal of Financial*, Vol. 43, pp. 1-19.

Vieira, E. e Novo, A. (2010), “A estrutura de capital das PME’s: evidência no mercado português”, Estudos do Isca - Série IV - Nº 2.

Vos, Ed; Shen, Yi. (2007), “*The Happy Story Told by Small Business Capital Structure*”, 20th Australasian Finance and Banking Conference, Sydney, Australia; 12-14, December.

Watson, R. and Wilson, N. (2002). Small and medium size enterprise financing: a note on some of the empirical implications of a *Pecking Order*, *Journal of Business Finance and Accounting*, 29, pp. 557-578.

Zingales, L. (2000), “In search of new foundations”, *The journal of finance*, Vol. 55, pp. 1623-1653.