

# AS ESTRUTURAS DE CAPITAIS DAS EMPRESAS EXPORTADORAS PARA O MERCADO EXTRACOMUNITÁRIO

## CAPITAL STRUCTURES OF EXPORTING COMPANIES FOR THE EXTRA EUROPEAN UNION MARKET

*Nuno Teixeira<sup>1</sup>; Alexandra Rosário<sup>2</sup>; Rui Brites<sup>3</sup>*

---

### Resumo

Este trabalho visa identificar alguns dos fatores que influenciam a estrutura de capital das empresas portuguesas exportadoras para o mercado extracomunitário e verificar se existem diferenças relativamente aos determinantes da estrutura de capital das empresas exportadoras para o mercado comunitário, tendo por base os resultados de outro estudo de 2020. Para o efeito, utilizou-se uma amostra constituída pelas 250 maiores empresas portuguesas exportadoras para o mercado extracomunitário e os dados económicos e financeiros do ano de 2018. As variáveis independentes utilizadas para identificar os determinantes do passivo total, do passivo de médio e longo prazo e do passivo de curto prazo, foram o efeito de alavanca financeiro, a taxa efetiva de imposto, os outros benefícios fiscais, o custo de financiamento, o risco do negócio, a dimensão, as garantias colaterais, a reputação, os ativos intangíveis, a rentabilidade, o ritmo de crescimento e o setor de atividade. Em termos de resultados obtidos, é possível concluir que as variáveis que mais influenciam a estrutura de capital das empresas portuguesas exportadoras para o mercado extracomunitário eram a taxa efetiva de imposto, os custos financeiros, o risco de negócio, a dimensão, as garantias colaterais, os ativos intangíveis e a rentabilidade. No que diz respeito à comparação entre as empresas exportadoras para o mercado comunitário e extracomunitário, constata-se que nas empresas que atuam na União Europeia, variáveis como o risco do negócio, a dimensão e os ativos intangíveis que não eram relevantes. Por outro lado, estas apresentavam a reputação e as características setoriais como variáveis relevantes, enquanto no atual estudo não são significativas. Finalmente, verificou-se que a taxa efetiva de imposto era relevante para ambos os tipos de empresas, embora com relações inversas face ao nível de endividamento. Tais resultados, evidenciam determinantes diferentes das estruturas de capitais, consoante o mercado alvo de atuação das empresas nacionais.

**PALAVRAS-CHAVE:** Determinantes da estrutura de capitais, internacionalização, *trade-off*, seleção hierárquica, posicionamento estratégico.

---

### Abstract

This paper aims to identify some of the factors that influence the capital structure of Portuguese exporting companies to the extra EU market and to verify whether there are differences in relation to the determinants of the capital structure of exporting companies to the EU market, based on the results of another study done in 2020. For this purpose, we used a sample consisting on the 250 largest Portuguese exporting companies to the extra EU market and economic and financial data of the year 2018. The independent variables used

---

<sup>1</sup> nuno.teixeira@esce.ips.pt; Escola Superior de Ciências Empresariais – Instituto Politécnico de Setúbal.

<sup>2</sup> alexandra1rosario@gmail.com; Escola Superior de Ciências Empresariais – Instituto Politécnico de Setúbal.

<sup>3</sup> rui.brites@esce.ips.pt; Escola Superior de Ciências Empresariais – Instituto Politécnico de Setúbal.

to identify the determinants of total liabilities, long-term and short-term liabilities were the financial leverage, the effective tax rate, the other tax benefits, the cost of financing, the business risk, the size, the collateral, the reputation, the intangible assets, profitability, growth rate and type of industry. In terms of the results obtained, it is possible to conclude that the variables that most influence the capital structure of Portuguese exporting companies to the extra EU market were the effective tax rate, financial costs, business risk, size, collateral, intangible assets and profitability. With regard to the comparison between exporting companies to the EU and extra-EU market, it appears that in companies operating in the European Union, variables such as business risk, size and intangible assets were not relevant. On the other hand, these companies, presented reputation and industry characteristics as relevant variables, while in the current study they are not significant. Finally, it was found that the effective tax rate was relevant for both types of companies, although with an inverse relationship with the level of indebtedness. Such results show different determinants of capital structures, depending on the target market in which companies operate.

**KEYWORDS:** Determinants of capital structure, internationalization, trade-off, hierarchical selection, strategic positioning.

---

## 1. INTRODUÇÃO

O tema da estrutura de capital, ou seja, a forma como as empresas combinam o capital próprio e o capital alheio para financiar a sua atividade, tem vindo a ser alvo de vários estudos e a base de várias teorias ao longo dos últimos anos.

Foi David Durant (1952) quem inicialmente despoletou a atenção para este tema, ao afirmar que seria possível criar uma estrutura ótima de capital capaz de maximizar o valor das empresas (Teoria Clássica).

Contudo, Modigliani e Miller (1958) vieram contrariar a Teoria Clássica, defendendo, através de pressupostos e de preposições, que a forma como as empresas conjugam o capital próprio e o capital alheio é irrelevante para a criação de valor.

Com base nos trabalhos desenvolvidos pelos autores mencionados, foram criadas ao longo do tempo diversas teorias, que procuraram, não só colocar em causa as afirmações iniciais sobre o tema, como identificar outros fatores que influenciem a estrutura de capital. Entre essas teorias, destacam-se a Teoria de *Trade-Off*, dos Custos de Agência, da Assimetria de Informação, da Sinalização, *Pecking Order*, do Posicionamento Estratégico e do *Market Timing*.

Apesar dos vários estudos, nenhuma das teorias desenvolvidas conseguiu explicar de forma definitiva todos os fatores que condicionam a estrutura de capital.

Tendo este aspeto em consideração, o presente trabalho centra-se nas empresas portuguesas que exportam para mercado extra-comunitário, procurando identificar os fatores que influenciam a sua estrutura de capital. De notar que, as exportações já representam mais 40% do PIB nacional e que o mercado extra-comunitário tem um peso de cerca de 30% do volume de negócios internacional. Como tal, considera-se relevante estudar os determinantes da estrutura de capital destas empresas que contribuem para o crescimento económico de Portugal.

Para além disso, com este estudo, procura-se, também, complementar o trabalho desenvolvido por Teixeira e Brites (2020), onde se evidenciaram as condicionantes da estrutura financeira das empresas portuguesas que exportam para o mercado comunitário.

Relativamente à estrutura do trabalho, irá ser constituída pelas seguintes partes: enquadramento teórico, com um resumo das principais teorias e trabalhos de investigação desenvolvidos ao longo do tempo sobre o tema; estudo Empírico, que inclui a apresentação em pormenor dos objetivos, da metodologia de investigação, hipóteses a validar, variáveis utilizadas, amostra a estudar e

técnicas estatísticas. De seguida, será realizada a análise e discussão de resultados, assim como a sua comparação com os resultados obtidos na investigação de Teixeira e Brites (2020). Finalmente, serão apresentadas as conclusões globais do trabalho.

## 2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

A decisão de financiamento nas empresas começou a ser estudada apenas com a publicação dos trabalhos de David Durant em 1952 (*Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement*) e de Modigliani e Miller em 1958 (*The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*).

Contudo, ao longo dos anos, têm vindo a ser realizados diversos estudos com o objetivo de identificar os fatores que influenciam verdadeiramente a decisão de financiamento. Atualmente, as teorias sobre a decisão de financiamento são divididas genericamente em três grandes correntes de investigação:

- Estrutura de capitais em função dos custos e benefícios das fontes de financiamento, tradicionalmente designada por teoria do *trade-off*;
- Seleção hierárquica das fontes de financiamento;
- Estrutura de capitais em função do posicionamento estratégico.

Nos anos mais recentes, foi desenvolvida a corrente de investigação do *market timing*, e diversas teorias sobre os fatores que condicionam a maturidade da dívida.

A estrutura de capitais em função dos custos e benefícios das fontes de financiamento, foi desenvolvida, com base na ideia de que existe uma estrutura financeira ótima. Geralmente, considera que o custo do capital alheio é menor que o custo do capital próprio, porque os investidores têm diferentes níveis de risco. Em caso de falência, os credores têm preferência sobre o património relativamente aos proprietários. Como tal, a dívida tem um impacto positivo no custo de financiamento global da empresa. Porém, a partir de determinado nível de endividamento, o risco financeiro tem tendência a aumentar, tendo como consequência um custo superior dívida, deixando de ser favorável o recurso a empréstimos em instituições financeiras.

Modigliani e Miller (1958), iniciaram de forma sistemática o estudo sobre a decisão de financiamento. Nesse trabalho defenderam a irrelevância da estrutura financeira, ou seja, consideraram a decisão de financiamento irrelevante para o valor da empresa, porque em mercados financeiros perfeitos, investimentos que gerassem os mesmos resultados deveriam ter o mesmo custo de financiamento. Por exemplo, a rentabilidade gerada pelas obrigações e pelas ações de uma empresa deveria ser idêntica, sendo irrelevante a utilização de dívida ou de capitais próprios. Como tal, o valor seria condicionado apenas pela capacidade dos ativos gerarem resultados. Assim, criaram duas proposições:

- Proposição I: O valor de mercado de qualquer empresa é independente da sua estrutura de capital;
- Proposição II: a taxa esperada de remuneração das ações de uma empresa endividada aumenta proporcionalmente ao rácio de endividamento (Passivo/Capitais Próprios).

Tendo em consideração a proposição II, os investigadores desenvolveram a teoria de que embora a estrutura financeira fosse irrelevante para a criação de valor, a utilização de dívida incrementava a rentabilidade dos proprietários por unidade monetária investida, desde que o negócio fosse capaz de gerar resultados com uma rentabilidade superior aos custos financeiros. Já em 1963, Modigliani e Miller identificaram a importância do efeito fiscal, reconhecendo o valor criado pelas poupanças fiscais decorrentes dos juros, em virtude destes serem aceites fiscalmente como

custos financeiros e os lucros não. Assim, passaram a defender que a estrutura financeira ótima deveria basear-se em capitais alheios.

Durante a década de 70 foi desenvolvida a teoria dos custos de falência (Kraus e Litzenberger, 1973; Scott, 1976; Warner, 1977; Kim, 1978; Haugen e Senbet, 1988). Os trabalhos realizados constataram que a teoria apresentada por Modigliani e Miller em 1963, não considerava o incremento dos custos de falência com o aumento do endividamento. Estes custos podiam ser diretos, como por exemplo a venda de ativos por valores inferiores aos reais, e indiretos, uma vez que a ameaça de falência, poderia levar os clientes a procurar alternativas no mercado e os fornecedores a recusarem a concessão de crédito ou o fornecimento de bens. Assim, quanto maior fosse a dívida, maior seria a possibilidade de existirem ineficiências no negócio relacionadas com o risco de falência da empresa.

Miller (1977) destacou a tributação das pessoas singulares como fator importante na decisão de financiamento. Como tal, a decisão de financiamento deveria ser orientada de acordo com o tipo de rendimento, lucros ou juros, que gerasse maior rentabilidade aos investidores após o cumprimento das suas obrigações fiscais.

Nos anos seguintes, foram desenvolvidos diversos trabalhos de investigação sobre a teoria da agência (por exemplo, Jensen e Meckling, 1976; Myers, 1977; Jensen, 1986; Harris e Raviv, 1990; Stulz, 1990), onde ficou evidenciada a dificuldade para alinhar os interesses dos gestores, dos proprietários e dos credores financeiros e o impacto dessa divergência na definição da estrutura financeira. Os gestores preferiam garantir a estabilidade financeira em prol da rentabilização dos investimentos por parte dos detentores do capital. Em simultâneo, as divergências com os credores financeiros, tinham origem na qualidade da divulgação de informação contabilística e financeira, que por vezes se revelava menos fiável. Com a existência de interesses tão antagónicos sobre a atividade das empresas, verificou-se nestes estudos que o endividamento poderia incrementar a qualidade de gestão, uma vez que aumentava o risco e levava os gestores a tomarem melhores decisões.

Em resumo, a estrutura de capitais em função dos custos e benefícios baseia-se nas seguintes ideias chave (Ross *et al*, 2002):

- O custo médio do capital necessário para financiar a atividade, vai diminuindo pelo recurso a financiamento externo visto que este tem geralmente um custo inferior ao capital próprio;
- A partir de um determinado nível de dívida, o risco financeiro incrementa os custos de falência e o custo do capital alheio;
- Face ao incremento do risco, os proprietários exigem também uma rentabilidade superior;
- Como tal, o custo médio do capital para financiar a atividade aumenta.

Relativamente à estrutura de capitais em função da seleção hierárquica, os trabalhos elaborados apresentaram uma nova visão sobre o tema, destacando que, embora as empresas considerassem que as decisões de financiamento eram importantes para a criação de valor, não procuravam uma estrutura ótima de capitais. Assim, esta corrente, assenta no princípio de que há assimetria de informação entre os gestores e os potenciais investidores externos, limitando o acesso ao capital alheio.

Ross (1977) e Leland e Pyle (1977) criaram a teoria dos sinais que considera que o valor dos títulos emitidos pelas empresas depende da interpretação que o mercado faz dos sinais associados aos dados económicos e financeiros. Os sinais mais importantes seriam o nível de endividamento e a política de distribuição de resultados e representavam evidências sobre os fluxos financeiros futuros.

Posteriormente, Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) desenvolveram a teoria da *pecking order*, que se baseou numa possível hierarquia das fontes de financiamento das empresas por níveis de preferência dos gestores. Em primeiro lugar, era utilizado o autofinanciamento gerado; caso fosse insuficiente, recorriam ao capital alheio, sendo os aumentos de capital apenas utilizados para

cobrir necessidades financeiras remanescentes. Desta forma, dando preferência ao autofinanciamento, os gestores tentavam evitar transmitir sinais sobre a situação da empresa para o exterior.

Já Bringham e Gapsenski (1996) estudaram a importância da rentabilidade dos projetos futuros na decisão de financiamento. Defenderam que, se os projetos tivessem expectativas de rentabilidades elevadas, os proprietários recorriam mais a capitais alheios, para não terem que partilhar os lucros com novos proprietários; caso existissem dúvidas relativamente ao potencial de rentabilidade dos novos projetos, era dada preferência à utilização de capitais próprios para diminuir o risco financeiro associado ao financiamento.

Em conclusão, constata-se que a corrente da estrutura de capitais em função da seleção hierárquica baseia-se no princípio de que a seleção das fontes de financiamento, varia de acordo com a informação que os gestores pretendem divulgar sobre o negócio, seja ao nível da rentabilidade, do risco, da liquidez, etc.

Por último, a estrutura de capitais em função do posicionamento estratégico, baseia-se no princípio de que a estrutura financeira depende da estratégia empresarial das empresas.

Por exemplo, Titman e Wessels (1988), identificaram várias características das empresas que condicionavam a estrutura financeira:

- Singularidade: empresas com produtos singulares apresentavam menos endividamento;
- Dimensão: empresas menores apresentavam maior endividamento de curto prazo por falta de poder de negociação junto das instituições financeiras;
- Rentabilidade das empresas: as mais rentáveis apresentavam menos dívida.

Contudo, não encontraram relação entre a estrutura financeira das empresas e as seguintes características: expectativa de crescimento, benefícios fiscais não financeiros, volatilidade dos lucros e estrutura dos ativos.

Em 1991, Maksimovic e Titman observaram que também existia relação entre a reputação e a estrutura financeira. Tal, estava relacionado com o facto das empresas consideradas como maiores referências na indústria, deterem menos endividamento, a fim de reduzirem o risco de falência e a garantirem um grau de notoriedade elevado.

Já Balakrishnan e Fox (1993), estudaram a interligação entre a estratégia empresarial e a estrutura financeira a dois níveis:

- A estrutura financeira condicionava a estratégia a dinamizar devido ao valor dos recursos financeiros disponíveis, aos tipos de fontes de financiamento que a empresa podia aceder e ao custo de capital que conseguia obter;
- A estratégia empresarial condicionava a estrutura financeira através do tipo de investimentos a realizar e formas de organização e gestão das empresas.

Arias et al (2000) destacaram a relação entre as características das estratégias adotadas pelas empresas e as fontes de financiamento utilizadas:

- Empresas com estratégias de diversificação e de diferenciação tinham menor risco financeiro, podendo recorrer com maior facilidade a capital alheio;
- Empresas com maior nível de inovação e com grandes investimentos em investigação e desenvolvimento, apresentavam *pay-backs* mais longos, incrementando o risco do negócio percebido e a possibilidade de acesso ao endividamento;
- Empresas com fatores de produção de difícil substituição, também apresentavam maior risco financeiro e menos acesso ao endividamento;
- Empresas com melhor posição competitiva (quota de mercado), apresentavam maior endividamento, por via do menor risco do negócio associado.

Em resumo, a corrente da estrutura de capitais em função do posicionamento estratégico, baseia-se na ideia de que a estratégia empresarial (diversificação, tipo de vantagem competitiva criada, dimensão adotada, nível de integração vertical e mercados abrangidos) e as características inerentes a cada negócio (volumes de investimentos necessários, especificidades dos ativos, amplitude dos períodos de recuperação do investimento, etc), condicionam os tipos de fontes de financiamento utilizadas.

Finalmente, nos últimos anos tem sido desenvolvida a teoria do market timing. Esta, linha de investigação é mais recente e procura explicar a estrutura financeira das empresas, também através da existência de assimetrias de informação, que poderão beneficiar os proprietários, em prol de futuros investidores. Esta teoria refere-se ao momento em que ocorre a emissão de ações pela empresa e considera a existência de imperfeições e ineficiências como características do mercado.

Assim, a empresa pode beneficiar de um momento favorável de sobreavaliação das suas ações, proporcionada pelas deficiências do mercado. Então, esta teoria assenta na ideia de que a estrutura de capital das empresas resulta dos vários momentos anteriores onde os gestores tentaram aproveitar condições de sobreavaliação ou de subavaliação das ações face ao seu valor contabilístico, ocorrendo a emissão de títulos ou a aquisição, consoante cada situação. Desta forma, os gestores avaliam as condições de mercado tanto da dívida, como das ações, optando pelas mais favoráveis. Assim, nos momentos de sobreavaliação das ações, a tendência será o financiamento por meio destas, através da sua constante emissão e recompra, tendo em conta o seu valor em determinado momento, diminuindo assim o custo de capital (Lobão e Rodrigues, 2013).

### 3. OBJETIVOS DO ESTUDO

Através deste estudo, procura-se identificar as variáveis que condicionam a forma como as empresas do setor exportador (para o mercado extracomunitário) se financiam. Além disso, pretende-se ainda proceder à comparação dos resultados obtidos com os de Teixeira e Brites (2017), que procuraram identificar os determinantes da estrutura financeira das empresas portuguesas exportadoras para o mercado comunitário. Esta comparação permitirá, em última análise, verificar se existem diferentes impactos relativamente à estrutura de capitais, quando uma empresa portuguesa se internacionaliza para a União Europeia ou para fora desta.

Nesse sentido, e tendo em consideração as diversas teorias anteriormente referidas no enquadramento teórico, procura-se validar a sua aplicação nas empresas do setor exportador para o mercado extracomunitário, nomeadamente:

- O efeito de alavancagem financeira, de acordo com os trabalhos de Modigliani e Miller, e a sua influência na decisão das estruturas de capital;
- O efeito fiscal a obter com o financiamento, assim como com os outros benefícios fiscais possíveis associados a amortizações e depreciações;
- O risco e os custos associados à possibilidade de falência na forma como podem condicionar a estrutura de financiamento;
- Os custos de agência e mais concretamente a notoriedade e a especificidade dos ativos e a sua influência na estrutura financeira;
- A assimetria da informação e como esta promove a hierarquização das fontes de financiamento;
- A estratégia implementada pelas empresas e os recursos utilizados na atividade e o seu impacto na estrutura financeira.

É de salientar, a ausência da teoria relacionada com o *Market Timing* nos objetivos definidos. Esta teoria, embora mencionada na revisão de literatura, destina-se essencialmente a empresas cotadas, que em Portugal não apresentam um peso considerável no universo empresarial, não fazendo parte na maioria dos casos, na amostra a estudar.

## 4. HIPÓTESES DE INVESTIGAÇÃO E VARIÁVEIS A UTILIZAR

De modo a identificar-se as condicionantes da estrutura de capital das empresas do setor exportador para o mercado extracomunitário em Portugal, procedeu-se à definição das hipóteses de investigação, com base na revisão de literatura e nos objetivos anteriormente mencionados. As hipóteses e as variáveis do estudo, são idênticas às utilizadas por Teixeira e Brites (2020), de forma a obterem-se resultados comparáveis entre si.

### 4.1. O Efeito de Alavanca Financeiro de Modigliani e Miller (EAF)

$$\text{EAF} = \text{ROI} - \text{Custo Financeiro} \quad (1)$$

De acordo com o estudo de Modigliani e Miller (1958), as empresas devem recorrer a capital de terceiros quando a rentabilidade gerada pelos seus excedentes for superior aos seus custos de financiamento, permitindo assim a diminuição de investimento de capital por parte dos proprietários e uma maior rentabilidade para os mesmos, através do efeito de alavanca financeiro.

No cálculo do ROI (*Return On Investment*), consideraram-se os resultados operacionais e o ativo líquido, que representam os fluxos gerados pelo negócio (Teixeira e Parreira, 2015). Subsequentemente, o custo de financiamento foi determinado pelo quociente entre os custos e perdas financeiras e o passivo.

No entanto, salienta-se que através do seu estudo, Teixeira e Brites (2020) determinaram o oposto, evidenciando que quanto maior for a rentabilidade da empresa, menor é o seu endividamento.

Posto isto, a primeira hipótese a validar, relaciona o ROI, com o custo de financiamento das empresas do setor exportador para mercados extracomunitários:

Hipótese 1: *Quanto maior for a diferença entre a rentabilidade gerada e o custo de financiamento, maior é o peso do passivo nas fontes de financiamento.*

### 4.2. Teoria Trade-off e o Efeito Fiscal

No que respeita ao efeito fiscal, vamos ter em consideração duas variáveis independentes: a taxa efetiva de imposto e os outros benefícios fiscais.

Taxa Efetiva de Imposto (TEI)

$$\text{TEI} = \text{Imposto Sobre o Rendimento (IRC)} / (\text{Resultado Líquido} + \text{IRC}) \quad (2)$$

Diversos autores, tais como Haugen e Sebent (1986), Booth *et al.* (2001) e Antoniou *et al.* (2002), vieram evidenciar a existência de uma relação positiva entre a variável taxa de imposto sobre o rendimento e o rácio de endividamento. Segundo os próprios, esta relação deriva do facto de os juros financeiros poderem ser deduzidos fiscalmente, o que incentiva as empresas a endividarem-se, sendo maior o benefício quanto maior for a taxa de imposto exigida pelo Estado.

Contudo, Teixeira e Brites (2020) constataram que as empresas que apresentam maior taxa de imposto, têm menor nível de endividamento, pois o aumento excessivo da taxa de imposto provoca uma diminuição drástica nos resultados gerados, acabando por ser necessário aumentar o custo de capital e gerando assim uma relação negativa entre a variável taxa de imposto sobre o rendimento e o rácio de endividamento.

A taxa de imposto sobre o rendimento é então calculada em função da relação entre o imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas e o resultado antes de impostos, sendo a hipótese a validar a considerada pelos autores iniciais:

Hipótese 2: A taxa efetiva de imposto apresenta uma relação positiva com o nível de endividamento.

Outros Benefícios Fiscais (OBF) que não o de Endividamento

$$\text{OBF} = \text{Log (amortizações e depreciações do Exercício)} \quad (3)$$

No que diz respeito à variável Outros Benefícios Fiscais (OBF), os autores DeAngelo e Masulis (1980), Kim e Sorensen (1986), Gama (2000) e Bontempi (2002) defendiam a existência de uma relação negativa entre a variável OBF e o rácio de endividamento.

Contudo, outros autores, tais como Bradley et al. (1984), Friend e Lang (1988), Michaelas et al. (1999) e Teixeira e Brites (2020) vieram contrariar esse pensamento, afirmando que existia uma relação positiva entre a variável OBF e o rácio de endividamento, devido à necessidade da empresa em se endividar para financiar investimentos estratégicos efetuados pela mesma.

Desta forma, partindo do pressuposto que a possibilidade de obtenção de benefícios fiscais condiciona as decisões de financiamento das empresas, iremos considerar que o rácio de endividamento irá diminuir consoante o aumento dos custos não desembolsáveis (amortizações e depreciações) aceites fiscalmente. Sendo a hipótese a validar a seguinte:

Hipótese 3: *O nível de endividamento da empresa está negativamente associado com outros benefícios fiscais que não o de endividamento.*

#### 4.3. Teoria Trade-off e os Custos de Falência

Relativamente aos custos de falência, vamos ter em atenção quatro variáveis independentes, sendo estas o custo de financiamento, o risco do negócio, a dimensão e o peso dos ativos tangíveis.

Custo de Financiamento (CF)

$$\text{CF} = \text{Custos Financeiros} / \text{Passivo} \quad (4)$$

Na Teoria do Trade-off é referido que uma empresa deve endividar-se até ao limite onde o benefício fiscal sobre a dívida compense os custos de financiamento, havendo assim um equilíbrio entre o nível de endividamento e o aumento de valor da empresa. Contudo, se a empresa ultrapassar esse limite fica sujeita ao aumento do risco financeiro, e conseqüentemente à diminuição da rentabilidade gerada para os proprietários e ao aumento do custo do capital alheio, resultante do aumento da probabilidade de falência (Myers, 1984).

No seu estudo, Teixeira e Brites (2020) comprovaram que as empresas que apresentam mais custos de financiamento, têm maior nível de endividamento. Assim, é pretendido na hipótese seguinte evidenciar uma relação positiva entre os custos financeiros e o peso do passivo (Myers, 1984).

Hipótese 4: *Quanto maior for o custo financeiro, maior é o peso do passivo no financiamento da atividade.*

Risco do Negócio (RN)

$$\text{RN} = \text{Coeficiente de Variação de Pearson do VN} = \text{Desvio Padrão do VN} / \text{Média do VN} \quad (5)$$

Segundo a Teoria do Trade-Off, as empresas com maior probabilidade de não cumprirem com os seus compromissos são aquelas ao qual está associado um maior risco de negócio. Nesse sentido, para determinar esse risco, iremos utilizar o coeficiente de variação de Pearson do volume de

negócio dado pelo rácio entre o desvio padrão do volume de negócios sobre a média do volume de negócios (Kim e Sorensen, 1986).

No que respeita à relação entre a variável risco do negócio e o rácio de endividamento, existem resultados contraditórios por parte de diversos autores. De acordo com Kim e Sorensen (1986), Michaelas et al. (1999), Mutenheri e Green (2002) e Teixeira e Brites (2020) existe uma relação positiva entre esta variável e o rácio de endividamento. No entanto, Bradley et al. (1984), Friend e Lang (1988), Jensen et al. (1992), Chung (1993), Cassar e Holmes (2003) e Nivorozhkin (2003), determinaram uma relação negativa entre o risco de negócio e o rácio de endividamento. Esta contradição de resultados é justificada pela dificuldade de medição do risco de negócio, levando assim a uma incerteza quanto aos resultados obtidos nos vários estudos.

Para além disso, houve ainda estudos que comprovaram a não relação entre esta variável e o rácio de endividamento, tais como Kester (1986), Titman e Wessels (1988), Gardner e Trzcinka (1992), Boyle e Eckhold (1997), Drobotz e Fix (2003), Sogorb-Mira e Garcia (2003) e Deesomsak et al. (2004).

Posto isto, é esperado que empresas que apresentem menores níveis de endividamento, apresentem também maior risco de negócio. Assim, a hipótese a validar é a seguinte:

*Hipótese 5: O nível de endividamento da empresa está negativamente associado com o risco/incerteza dos seus resultados.*

Dimensão (DIM)

$$\text{DIM} = \text{Logaritmo do volume de negócios} \quad (6)$$

De acordo com a Teoria do *Trade-off*, empresas com maior dimensão têm maior probabilidade de possuir ativos que possam servir de garantias colaterais perante as instituições financeiras, incorrendo assim em menores custos de insolvência. Desta forma, esta variável acaba por ser um fator determinante para os gestores nas tomadas de decisão acerca da estrutura de capitais. Nesse sentido, a dimensão da empresa poderá facilitar quaisquer negociações entre as empresas e as instituições financeiras relativas à obtenção de crédito, tanto a nível de valores, prazos e taxas de juro (Teixeira e Parreira, 2012).

Conforme os trabalhos de Lowe et al. (1994), Homaifar et al. (1994), Barclay e Smith, (1995), Rajan e Zingales (1995), Jong e Veld (2001), Goyal et al. (2002), Cassar e Holmes (2003), Frank e Goyal (2003) e Deesomsak et al. (2004), a variável dimensão é determinada pelo logaritmo do ativo total líquido ou do volume de negócios e apresenta uma relação positiva com o endividamento.

Contrariamente aos resultados obtidos pelos autores anteriormente referidos, Titman e Wessels (1988), Munro (1996), Frank e Goyal (2003) e Teixeira e Brites (2020), observaram uma relação negativa entre a variável dimensão e o nível de endividamento de uma empresa.

Contudo, em termos de hipóteses, iremos considerar que a variável dimensão influencia de forma positiva o nível de endividamento da empresa. Por outro lado, em termos de cálculos, irá ser utilizado o logaritmo do volume de negócios. Assim, a hipótese a validar é a seguinte:

*Hipótese 6: A dimensão da empresa está positivamente relacionada com o nível de endividamento.*

Capacidade para Prestar Garantias Colaterais (GC)

$$\text{GC} = \text{Ativo Tangível Líquido} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (7)$$

Esta variável diz respeito à composição dos ativos das empresas e da sua capacidade em serem utilizados como garantias colaterais na obtenção de crédito. Ou seja, quanto mais valioso for o

ativo que a empresa apresente como garantia colateral junto das instituições financeiras, maior será a capacidade de obtenção de endividamento desta.

No âmbito da capacidade para prestar garantias colaterais, são ainda estudados aspetos referentes à teoria de agência e à Teoria *Pecking Order*. No que respeita à primeira teoria, os autores Jensen e Meckling (1976) sugerem que os custos de agência tendem a diminuir quanto maior for o peso dos ativos utilizados pelas empresas como garantia colateral. Isto porque, devido ao menor risco, as instituições financeiras não exercem tanto controlo de gestão e vigilância às empresas. Por outro lado, tendo como base a teoria *pecking order*, verifica-se que as empresas com mais garantias colaterais recorrem mais a endividamento, devido à diminuição da assimetria da informação, uma vez que os credores apresentam menos dificuldades para determinar o valor dos ativos das empresas.

Em termos de relação entre esta variável e o rácio de endividamento, vários autores, tais como Chung (1993), Rajan e Zingales (1995), Michaelas et al. (1999), Bontempi (2002), Pitman (2002), Cassar e Holmes (2003) e Frank e Goyal (2003), evidenciaram uma relação positiva entre o peso dos ativos tangíveis e o rácio de endividamento. Contudo, os autores Nivorozhkin (2003) e Teixeira e Brites (2020) detetaram uma relação negativa entre a composição do ativo e o rácio de endividamento.

Assim, para determinar esta variável, irá ser utilizado o rácio do ativo tangível líquido sobre o ativo total líquido, esperando obter um resultado positivo entre a relação da capacidade para prestar garantias colaterais e o rácio de endividamento, sendo a hipótese a validar a seguinte:

*Hipótese 7: O nível dos ativos tangíveis está positivamente relacionado com o nível de endividamento.*

#### 4.4. Teoria dos Custos de Agência

Reputação (REP)

$$\text{REP} = \text{Número de Anos de Atividade} \quad (8)$$

Nos seus estudos, Diamond (1989) e Ang (1991) evidenciam que os gestores das empresas com maior notoriedade apresentam um cuidado redobrado aquando da análise de projetos e decisões de financiamento. Segundo os autores, para manter o reconhecimento que as empresas têm no mercado e salvaguardar a sua reputação, os gestores acabam por optar por projetos mais seguros ao invés de projetos mais arriscados.

Nesse sentido, e partindo do pressuposto que empresas com muitos anos de funcionamento, apresentam maior capacidade de solvência, é possível designar a longevidade das empresas como um indicador de bom desempenho junto dos credores e de uma maior notoriedade junto do mercado. Este bom desempenho, proporciona assim uma diminuição de conflitos entre proprietários, gestores e credores, assim como facilita possíveis negociações das empresas junto das instituições financeiras.

Teixeira e Brites (2020) constataram no seu estudo referente às empresas que exportam para o mercado comunitário, que a variável reputação apresenta um coeficiente negativo, o que significa que empresas mais antigas têm menos endividamento, e vice-versa.

Para se medir a reputação de uma empresa, iremos considerar, tal como foi utilizado em diversos estudos (por exemplo, Diamond, 1989; Ang, 1991; Vilabella e Silvana, 1997), o número de anos de vida de uma empresa, partindo do pressuposto inicial de uma relação positiva entre a variável reputação e o rácio de endividamento, sendo a hipótese a validar a seguinte (Booth *et al.* 2001):

Hipótese 8: *O nível de endividamento da empresa está positivamente associado com a sua reputação perante o mercado.*

Especificidade dos Ativos – Ativos Intangíveis (AI)

$$AI = \text{Ativo Intangíveis} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (9)$$

Segundo Balakrihnan e Fox (1993), uma empresa pode vir a ter dificuldade na obtenção de financiamento externo, quando dispõe de ativos com características específicas. Esta especificidade, faz com que os ativos sejam adequados apenas a determinados tipos de negócios e, portanto, não possam ser utilizados como garantias colaterais para a generalidade dos negócios. Neste sentido, os autores evidenciaram uma relação negativa entre os ativos intangíveis e o rácio de endividamento.

Para medir a especificidade dos ativos, pode-se recorrer a duas fórmulas (Balakrihnan e Fox, 1993): ativo intangível sobre o ativo total líquido ou investimento em investigação e desenvolvimento sobre o ativo. Relativamente à segunda fórmula, Jordan et al. (1998) referem que está muito associada à inovação e que as empresas mais inovadoras tendem a apresentar menos capital externo.

Contudo, muitas empresas consideram os custos de investigação e desenvolvimento como custos correntes do exercício, dificultando, posteriormente, a identificação desses custos na contabilidade das empresas a estudar. Assim, iremos ter por base a primeira fórmula apresentada, nomeadamente, a relação entre o ativo intangível e o ativo total líquido.

Dos resultados a obter, Williamson (1988), Titman e Wessels (1988), Alonso (2000) e Teixeira e Brites (2020), realçam uma relação negativa entre esta variável e o rácio de endividamento. Contudo, Myers (1977), defende uma relação positiva entre ambos. Desta forma, temos a seguinte hipótese a validar:

Hipótese 9: *A especificidade dos ativos intangíveis apresenta uma relação negativa com o nível de endividamento.*

#### 4.5. Teoria da Assimetria da Informação (Teoria Pecking Order)

Rendibilidade (REND)

$$REND = \text{Resultados Operacionais} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (10)$$

A relação entre a rendibilidade e o rácio de endividamento altera-se consoante as teorias a considerar. Por exemplo, na teoria da assimetria de informação, esta tende a ser positiva, pois qualquer recurso a capital alheio é interpretado pelo mercado como um sinal de confiança (Ross, 1977). Por outro lado, na teoria de *pecking order*, a relação tende a ser negativa. Isto devido ao aumento da capacidade de autofinanciamento da empresa em virtude do seu aumento de rendibilidade, o que faz com que a empresa dê prioridade aos recursos que gera internamente ao invés dos recursos externos (Myers, 1984).

No que respeita à fórmula de cálculo da rendibilidade, iremos utilizar os resultados operacionais sobre o ativo total líquido (ROI), fórmula esta que já foi utilizada por diversos investigadores deste tema, tais como, Arias, *et al.* (2000), Bevan e Danbolt (2002), Bougafef e Chichti (2010) e Teixeira e Brites (2020).

Em termos de resultados obtidos, a maioria dos autores constatou uma relação negativa entre a rendibilidade e o rácio de endividamento (Kim e Sorensen, 1986; Baskin, 1989; Chung, 1993; Rajan e Zingales, 1995; Michaelas *et al.*, 1999; Hovakimian *et al.*, 2001; Goyal *et al.*, 2002; Bevan e Danbolt, 2002; Cassar e Holmes, 2003; Frank e Goyal, 2003; Nivorozhkin, 2003; Teixeira e

Brites, 2020). No entanto, Pittam (2002) verificou a existência de uma relação positiva entre a variável e o rácio de endividamento.

Posto isto, a hipótese a validar é a seguinte:

Hipótese 10: *O nível de endividamento da empresa está negativamente associado com o seu nível de rentabilidade.*

O Nível de Crescimento da Atividade (CRESC)

$$\text{CRESC} = \text{Taxa de Crescimento Anual do Ativo Total Líquido} \quad (11)$$

Relativamente a esta variável, Baskin (1989) defende a existência de uma relação positiva entre o nível de crescimento da atividade e o rácio de endividamento. Segundo o autor, o aumento do investimento numa empresa é um dos fatores que pode contribuir para o crescimento da mesma. Contudo, esse investimento necessita de ser financiado, o que poderá levar a empresa a recorrer a capital de terceiros, caso os seus fundos internos não sejam suficientes para cobrir essa necessidade.

Nesse sentido, vários estudos evidenciam uma relação positiva entre esta variável e o rácio de endividamento, tais como Baskin (1989), Michaelas *et al.* (1999), Gama (2000), Goyal *et al.* (2002) e Cassar e Holmes (2003). Contudo, Gardner e Trzcinka (1992), Mehran (1992), Chung (1993) e Teixeira e Brites (2020) vieram constatar uma relação negativa entre ambas.

Como forma de cálculo, iremos recorrer à taxa de crescimento do ativo, também utilizada, entre outros, por Hall *et al.*, (2000) e Gama (2000).

Hipótese 11: *O nível de endividamento da empresa está positivamente associado com o seu nível de crescimento.*

#### 4.6. Teoria do Posicionamento Estratégico

Sector de Atividade (SA)

$$\text{SA} = \text{Variável nominal (0 e 1) que enquadra as empresas nas diferentes atividades} \quad (12)$$

De acordo com o estudo de Brailsford *et al.* (2002), existe uma relação entre a variável setor de atividade e a Teoria do Posicionamento Estratégico. Segundo os autores, empresas do mesmo setor de atividade tendem a apresentar rácios de endividamento semelhantes. Este aspeto deve-se ao facto, de as decisões estratégicas dessas empresas seguirem a mesma linha, por estarem perante as mesmas condições de mercado, tais como, os tipos de risco, de regulamentações do setor e de custos.

Outro estudo a realçar, é o de Titman e Wessels (1988), que evidenciou uma relação negativa entre o rácio de endividamento e o setor das indústrias que se dedicam à produção de bens específicos. No entender dos mesmos, os custos associados à produção e à especificidade dos produtos dificultam o seu uso como garantias colaterais.

Em simultâneo, Williamson (1988), desenvolveu a Teoria dos Custos de Transação, onde defende que a empresa tende a financiar os seus ativos específicos através de capital próprio, para que os proprietários possam exercer um maior controlo sobre os mesmos, optando posteriormente por financiar os seus ativos mais comuns com capital alheio.

Houve ainda outros autores que procuraram estudar esta relação, tendo obtido, no caso de Bowen *et al.* (1982), Bradley *et al.* (1984), Shenoy e Koch (1996) e Michaelas *et al.* (1999), uma relação negativa entre esta variável e o rácio de endividamento presente nos diversos setores de atividade. Teixeira e Brites (2020), por sua vez, verificaram que características específicas das empresas do setor exportador (tais como risco, investimentos, entre outros) influenciam o nível de

endividamento na sua estrutura de capital.

No que respeita a esta investigação, e por o setor de exportação ser constituído por diversas indústrias, iremos considerar uma variável nominal constituída pelos valores 0 e 1 para identificar as empresas com códigos de atividade inseridos nas respetivas divisões da Classificação das Atividades Económicas (Revisão 3).

Posto isto, a última hipótese de investigação a validar, passa por verificar se as características presentes nas empresas do setor exportador condicionam o rácio de endividamento das mesmas:

Hipótese 12: *As características específicas das atividades condicionam a estrutura financeira adotada pelas empresas.*

#### 4.7. Variável Dependente Representativa do Nível de Endividamento

$$\text{Passivo total (ET)} = \text{Passivo} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (13)$$

$$\text{Passivo curto prazo (ECP)} = \text{Passivo corrente} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (14)$$

$$\text{Passivo médio longo prazo (EMLP)} = \text{Passivo não corrente} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (15)$$

Com base nas diversas teorias estudadas, foram definidas várias hipóteses que procuram averiguar se existe alguma relação entre o rácio de endividamento e as proposições decorrentes das diversas teorias.

Tal como em diversos estudos realizados, por exemplo, Rajan e Zingales (1995), Titman e Wessels (1988), Booth et al. (2001), Brito e Lima (2005), Fama e French (2005) e Couto e Ferreira (2010), nesta investigação irá ser utilizada como variável dependente o rácio de endividamento. Contudo, irá ainda ser analisada a relação entre o peso dos passivos de curto prazo e de médio e longo prazo nas fontes de financiamento, com as diversas variáveis independentes apresentadas, de forma a evidenciar se as teorias apresentadas conseguem também explicar a maturidade do endividamento.

## 5. METODOLOGIA A ADOTAR

### 5.1. Amostra

Para o desenvolvimento da parte empírica deste trabalho, recorreu-se à análise das 250 maiores empresas portuguesas exportadoras para o mercado extracomunitário, tendo por base o critério do volume de negócios. Das 250 empresas estudadas, 7 fazem parte da Divisão B – Indústrias Extrativas, 150 são da Divisão C – Indústrias Transformadoras, 4 são da Divisão F – Construção, 79 são da Divisão G - Comércio e reparação de veículos, 1 é da Divisão J - Atividades de informação e comunicação, 2 são da Divisão L - Atividades imobiliárias e 7 são da Divisão M - Atividades de consultoria.

Os dados em questão foram extraídos da base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos) e dizem respeito ao último ano disponível no momento do estudo (2018).

O número de empresas constituintes da amostra coincide com a utilizada por Teixeira e Brites (2020), que procurou analisar as 250 maiores empresas portuguesas exportadoras para o mercado comunitário. Pretende-se assim, comparar os resultados obtidos em ambos os estudos, de forma a verificar se existem diferenças significativas no que respeita à estrutura financeira das empresas exportadoras para os mercados comunitário e extra-comunitário.

## 5.2. Técnicas estatísticas

Após definida a amostra e especificadas as variáveis (dependentes e independentes) a utilizar, procedeu-se ao tratamento dos dados no programa estatístico Eviews. Para a realização do estudo, foram utilizados modelos de regressão linear múltipla, que pretendem evidenciar as relações existentes entre o nível de endividamento e as características financeiras das empresas portuguesas exportadoras para o mercado extra-comunitário. De seguida, apresenta-se o modelo de regressão linear múltipla a utilizar:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \sum_{k=1}^{12} \beta_k X_{ki,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Legenda:

$Y_{i,t}$  = medida de endividamento da empresa  $i$  no ano  $t$ ;

$\beta_0$  = constante;

$\beta_k$  = parâmetro estimado pelo modelo;

$X$  = vetor das variáveis explicativas;

$\varepsilon_{i,t}$  = erro aleatório.

O vetor das variáveis explicativas (independentes), inclui  $K$  fatores, ( $K = 1, \dots, 12$ ), que são os seguintes:

- Efeito de alavanca financeiro;
- Taxa efetiva de imposto;
- Outros Benefícios Fiscais que Não o de Endividamento;
- Custo de financiamento;
- Risco de negócio;
- Dimensão;
- Garantias colaterais;
- Reputação;
- Especificidade dos ativos;
- Rendibilidade;
- Crescimento;
- Setor de atividade.

Destaca-se, que os diversos modelos de regressão utilizados para explicar o nível do endividamento total, de curto e médio e longo prazos, foram sujeitos a vários processos de validação (Pinto e Curto, 1999):

- Avaliação do valor do coeficiente de correlação linear entre a variável dependente e cada uma das variáveis independentes, através da análise gráfica dos resíduos e dos valores estimados da variável dependente;
- Análise da existência de heterocedasticidade através da homogeneidade da variância;
- Normalidade dos erros que foi verificada através da representação gráfica e do teste Jarque-Bera;
- Análise da multicolinearidade, através da observação dos coeficientes de correlação de Pearson.

## 6. ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

Neste ponto, apresentam-se os resultados obtidos relativamente às hipóteses inicialmente definidas, e discute-se a eventual validação das diversas teorias abordadas ao longo do trabalho.

Como anteriormente referido, foram realizados diversos testes para verificar a robustez dos modelos de regressão linear utilizados. Salienta-se a seguinte informação:

- Multicolinearidade: através da matriz de correlações das variáveis estudadas, verificou-se que não existem relações fortes entre as variáveis, com exceção do efeito de alavanca financeiro (hipótese 1) que apresentou uma forte correlação com a rentabilidade (hipótese 10). Assim, para não se comprometer a validade dos modelos, optou-se por retirar a variável do efeito de alavanca financeiro dos modelos, uma vez que apenas a variável rentabilidade é utilizada em outras hipóteses de investigação;
- Homogeneidade da variância: dos três modelos estudados, apenas o relativo ao passivo de curto prazo não apresentou heterocedasticidade. Foi utilizado o teste de White para se verificar a significância das variáveis com os desvios padrões robustos. Assim, apresentam-se os resultados dos modelos já corrigidos pelos resultados do teste de White;
- Normalidade dos erros: apenas o modelo que estudou o passivo de curto prazo apresentou normalidade. Contudo, pela dimensão da amostra, 250 empresas, considera-se que os resultados são robustos (Moutinho e Hutcherson, 2008);
- Linearidade da relação entre as variáveis do modelo: ao observar-se o gráfico de dispersão dos três modelos apresentados verifica-se que não existe relação linear entre nenhuma das estimativas das variáveis dependentes analisadas e os resíduos.

De seguida, apresentam-se os resultados dos modelos de regressão, referentes às variáveis dependentes:

**Tabela 1 - Resultados dos Modelos de Regressão.**

Variáveis	Coeficientes			Desvio-padrão			Estatística t			p-value		
	PT	PMLP	PCP	PT	PMLP	PCP	PT	PMLP	PCP	PT	PMLP	PCP
Constante	0,217	-0,001	0,218	0,156	0,095	0,148	1,395	-0,008	1,471	0,164	0,994	0,143
TEI	-0,013	0,011	-0,024	0,007	0,005	0,013	-1,800	2,441	-1,779	0,073	0,015	0,077
OBF	0,006	0,017	-0,011	0,011	0,006	0,01	0,561	2,986	-1,122	0,575	0,003	0,263
CF	1,696	2,230	-0,534	1,006	0,723	0,725	1,687	3,083	-0,737	0,093	0,002	0,462
RN	0,226	0,078	0,147	0,079	0,044	0,070	2,855	1,800	2,115	0,005	0,073	0,036
DIM	0,043	-0,004	0,046	0,015	0,009	0,014	2,786	-0,399	3,263	0,006	0,690	0,001
GC	-0,203	0,169	-0,372	0,100	0,060	0,074	-2,031	2,811	-5,005	0,043	0,005	0,000
REP	-0,001	-0,000	-0,001	0,001	0,000	0,001	-1,313	-0,488	-1,056	0,191	0,626	0,292
AI	0,098	0,424	-0,326	0,224	0,204	0,169	0,435	2,073	-1,933	0,664	0,039	0,055
REND	-0,653	-0,111	-0,541	0,101	0,073	0,094	-6,440	-1,533	-5,732	0,000	0,127	0,000
CRESC	-0,003	-0,004	0,001	0,006	0,003	0,005	-0,416	-1,230	0,233	0,678	0,187	0,816
Ind. Extrativa	-0,068	-0,053	-0,015	0,116	0,058	0,105	-0,585	-0,918	-0,139	0,559	0,360	0,890
Ind. Transformado	-0,083	-0,048	-0,035	0,075	0,039	0,079	-1,112	-1,234	-0,446	0,268	0,218	0,656
Comércio e reparação	-0,035	-0,033	-0,003	0,074	0,037	0,075	-0,479	-0,881	-0,038	0,632	0,379	0,970
Construção	-0,178	0,009	-0,187	0,142	0,078	0,120	-1,253	0,111	-1,549	0,211	0,912	0,123
Atividades de Informação	-0,318	-0,181	-0,137	0,080	0,054	0,204	-3,972	-3,324	-0,671	0,000	0,001	0,503
Atividades Imobiliárias	-0,041	-0,072	0,031	0,187	0,071	0,153	-0,218	-1,005	0,202	0,828	0,316	0,840

No que diz respeito às estatísticas gerais dos modelos estudados, destaca-se a seguinte informação:

- PT (Passivo total):  $R^2 = 0,248575$ ;  $R^2$  ajustado = 0,196302 e F de significância = 0,000000;
- PMLP (Passivo médio e longo prazo):  $R^2 = 0,337857$ ,  $R^2$  ajustado = 0,291795 e F de significância = 0,000000;
- PCP (Passivo curto prazo):  $R^2 = 0,356011$ ,  $R^2$  ajustado = 0,311211 e F de significância = 0,000000.

Como referido anteriormente, verificou-se que existia uma grande correlação entre o efeito de alavanca financeiro (EAF), relativo à hipótese 1, e a rendibilidade (hipótese 10). Por isso, o EAF não consta nos modelos finais. Contudo, de acordo os modelos originais que incluíam todas as variáveis, o EAF detinha coeficiente negativo, e era uma variável significativa. Modigliani e Miller (1958), referiam que se a rendibilidade fosse superior ao custo financeiro, as empresas deveriam financiar-se através de capital alheio, a fim de incrementarem o retorno para os proprietários. Nesse sentido, este trabalho de investigação evidencia o oposto, isto é, verifica-se que quanto maior é a rendibilidade menor é o endividamento.

No que diz respeito ao **passivo total**, o modelo corrigido com desvios padrões robustos, considera estatisticamente relevantes as seguintes variáveis: taxa efetiva de imposto (TEI), custo de financiamento (CF), risco (RN), dimensão (DIM), garantias colaterais (GC) e rendibilidade (REN). Para além disso, evidencia que as empresas da atividade informática apresentam um nível de endividamento substancialmente diferente dos restantes setores de atividade.

O modelo de regressão linear que estudou o **passivo de médio a longo prazo**, considera estatisticamente significativas as seguintes variáveis: taxa efetiva de imposto (TEI), outros benefícios fiscais (OBF), custo de financiamento (CF), risco (RN), garantias colaterais (GC) e ativos intangíveis (AI).

Por último, no modelo do **passivo de curto prazo**, foram consideradas como variáveis relevantes as seguintes: taxa efetiva de imposto (TEI), risco (RN), dimensão (DIM), garantias (GC), ativos intangíveis (AI) e rendibilidade (REND).

Ao nível dos modelos utilizados, e com o propósito de estudar-se a capacidade das variáveis independentes para explicarem o nível e a maturidade do endividamento, analisou-se o coeficiente  $R^2$  ajustado. Assim, concluímos que o modelo que melhor explicou a variável dependente foi o modelo do passivo de curto prazo, com um  $R^2$  ajustado de 31,12%. De seguida, surge o modelo do passivo de médio e longo prazo, que foi capaz de explicar aproximadamente 29,18% dos dados recolhidos. Em último lugar, surge o modelo que estudou o passivo total, cujo coeficiente  $R^2$  ajustado é de 19,63%, o que significa que apenas cerca de 20% do passivo total é explicado pelas variáveis independentes.

Analisando os resultados das variáveis independentes e os sinais dos seus coeficientes, podemos chegar a várias conclusões interessantes.

Em relação à variável **taxa efetiva de imposto (TEI)**, observa-se (para o passivo total e para o passivo de curto prazo) que empresas que apresentam uma maior taxa de imposto, têm um menor nível de endividamento, contrariando a hipótese 2, que parte do princípio que o endividamento aumenta, quando a taxa efetiva de imposto também aumenta. O facto de maiores taxas de imposto exigirem maiores saídas monetárias, leva, não só à diminuição dos resultados líquidos, mas também à existência de menos fundos disponíveis. Tal, poderá incrementar o risco junto das entidades bancárias diminuindo o acesso ao endividamento. Ao nível do passivo de médio e longo prazo, para além de significativo, a TEI apresenta uma relação positiva com o endividamento com maior maturidade, o que poderá denotar uma maior propensão das empresas para a negociação de dívidas com maiores prazos de exigibilidade para garantirem custos financeiros maiores geradores de poupanças fiscais.

No que diz respeito à variável **outros benefícios fiscais (OBF)**, apenas é significativa (com um coeficiente positivo) no modelo que estuda o passivo de médio e longo prazo. Assim, constatamos que as empresas que obtêm mais outros benefícios fiscais, apresentam um maior nível de endividamento, não se validando a hipótese 3, que referia que o aumento de outros benefícios fiscais diminuía a necessidade de aceder a financiamento. O facto de existirem maiores outros benefícios fiscais, pode estar relacionado com aumento de investimento realizado pelas empresas, que incrementa também a necessidade de aceder a endividamento para cobrir o crescimento da atividade.

A variável **custo de financiamento (CF)**, apresenta uma relação positiva e significativa com o passivo total e o passivo de médio e longo prazo. Assim, as empresas que apresentam mais custos de financiamento, também se endividam mais, o que vai ao encontro da hipótese 4, que defende

uma relação positiva entre as duas variáveis. Este resultado, pode ser justificado pelo facto do resultado antes de impostos diminuir face ao aumento dos custos de financiamento, fazendo com que o resultado líquido do período também diminuia. Neste caso, sucede algo semelhante à da taxa efetiva de imposto (TEI), isto é, a empresa acaba por ver os seus fundos disponíveis diminuírem, o que as leva a ter que recorrer a financiamento externo caso necessitem de cobrir algum investimento mais avultado.

Em relação à variável **risco de negócio (RN)**, verifica-se que, em todos os modelos, esta apresenta uma relação positiva e significativa com o nível de endividamento. Ou seja, quanto maior for o risco de negócio, maior será o nível de endividamento das empresas, o que poderá estar associado à necessidade de cobrir défices de tesouraria derivados de diminuições da atividade, com o incremento do capital alheio. Este resultado contraria a hipótese 5, que referia que o risco de negócio está negativamente associado com o nível de endividamento.

Relativamente à variável **dimensão (DIM)**, verifica-se que tem uma relação positiva e significativa com o passivo total e o passivo de curto prazo, confirmando o pressuposto da hipótese 6, que referia que quanto maior for a dimensão da empresa, maior será o peso do financiamento no seu passivo. Tal realidade, pode dever-se ao facto de empresas de maior dimensão necessitarem de investimentos mais avultados, o que faz com que, tenham que recorrer a mais endividamento para conseguirem financiar esses mesmos investimentos.

A variável **garantias colaterais com base no ativo (GC)**, apresenta uma relação negativa e significativa com o passivo total e o passivo de curto prazo. Assim, quanto maiores forem as garantias colaterais apresentadas pelas empresas, menor será o seu nível de endividamento total e de curto prazo. Este resultado não vai ao encontro do esperado na hipótese 7, que referia uma relação positiva entre as garantias colaterais e a variável dependente. Tal, poderá estar associado ao facto de que empresas com mais garantias colaterais (mais ativos que possam servir de garantia para o cumprimento de uma dívida financeira), apresentam mais custos de depreciação e amortização, que são custos que não resultam numa saída efetiva de capital, ficando disponíveis mais fluxos de tesouraria, diminuindo a necessidade de financiamentos externos. Ao nível do passivo de médio e longo prazo, há uma relação positiva e significativa com as garantias colaterais, o que evidencia que estas favorecem o acesso a capital alheio com maior maturidade.

No que respeita à variável **reputação (REP)**, os resultados não são estatisticamente significativos. No entanto, é possível verificar em todos os modelos utilizados, a existência de uma relação negativa entre a reputação da empresa e o seu nível de endividamento, não indo ao encontro do esperado na hipótese 8, que referia que as empresas com maior reputação junto do mercado (medida pelo número de anos de atividade das empresas), deveriam apresentar um maior peso de financiamento através do passivo. Esta relação negativa poderá ser explicada pelo facto de que as empresas com maior idade também apresentam uma maior capacidade de acumulação de resultados o que diminui a necessidade de recorrer a financiamento externo.

A variável **ativos intangíveis (AI)**, apresenta relação significativa apenas com os passivos de curto prazo e de médio e longo prazo. Contudo, essa relação é negativa com os passivos de curto prazo e positiva com os passivos de médio e longo prazo. Sendo assim, a hipótese 9, que referia que quanto maior fosse o registo de ativos intangíveis da empresa, menor seria o seu nível de endividamento, não se verifica totalmente. Deste modo, parece haver evidência de que empresas com características mais singulares, têm mais acesso a endividamento com maior maturidade o que poderá favorecer a sua atividade, devido a uma menor pressão sobre a tesouraria.

Em relação à variável **rendibilidade (REND)**, apresenta relação significativa e negativa com o passivo total e com os passivos de curto prazo. Assim, parece que existem evidências que de quanto maior for a capacidade de autofinanciamento, menor a necessidade das empresas em recorrer a endividamento. Deste modo, verifica-se a relação esperada na hipótese 10, que estabelecia uma relação negativa entre a rendibilidade e o nível de endividamento. Através deste resultado, pode-se assumir que as empresas, tal como explicado pela Teoria Pecking Order, têm preferência primeiramente pelo financiamento interno, optando posteriormente pelo recurso a financiamento externo.

Na variável **crescimento (CRESC)**, os resultados não são estatisticamente significativos. Porém, pode-se observar que apresenta uma relação negativa com o passivo total e o passivo de médio e longo prazo e uma relação positiva com o passivo de curto prazo. Assim, não se verifica a hipótese 11 que, defendia uma relação positiva entre as variáveis.

Por último, analisou-se a variável **setor de atividade (SA)**. Constatou-se que relativamente ao passivo total e ao passivo de médio e longo prazo, as empresas incluídas nas atividades informáticas apresentavam uma estrutura de capital significativamente diferente (o endividamento apresenta valores inferiores relativamente às restantes atividades). Deste modo, não se consegue sugerir com elevado nível de segurança que as características de cada setor influenciam a estrutura de capitais das empresas portuguesas exportadoras para o mercado extra-comunitário.

Em suma, pode-se concluir que houve duas variáveis que não foram relevantes em nenhum dos modelos apresentados, sendo estas a reputação (REP) e o crescimento (CRESC).

De seguida, é apresentada uma tabela com o resumo dos resultados obtidos e com uma comparação relativamente ao estudo de Teixeira e Brites (2020) sobre as empresas exportadoras para o mercado comunitário.

**Tabela 2 - Resumo dos Resultados de ambos os estudos.**

Variáveis	Hipóteses Formuladas	Resultados dos Sinais dos Coeficientes			Resultados do estudo de Teixeira e Brites (2020)		
		PT	PMLP	PCP	PT	PMLP	PCP
EAF	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
TEI	(+)	(-)	(+)	(-)	(-)	(-) n/s	(-)
OBF	(-)	(+) n/s	(+)	(-) n/s	(+) n/s	(+)	(-) n/s
CF	(+)	(+)	(+)	(-) n/s	(+)	(+)	(-)
RN	(-)	(+)	(+)	(+)	(+) n/s	(+) n/s	(+) n/s
DIM	(+)	(+)	(-) n/s	(+)	(-) n/s	(-)	(+) n/s
GC	(+)	(-)	(+)	(-)	(-)	(+)	(-)
REP	(+)	(-) n/s	(-) n/s	(-) n/s	(-)	(+) n/s	(-)
AI	(-)	(+) n/s	(+)	(-)	(-) n/s	(-) n/s	(-) n/s
REND	(-)	(-)	(-) n/s	(-)	(-)	(-)	(-)
CRESC	(+)	(-) n/s	(-) n/s	(+) n/s	(+) n/s	(+) n/s	(+) n/s
SA	(-/+)	(-)	(+/-)	(+/-) n/s	(+/-)	(+/-)	(+/-)

Ao realizar-se a comparação com os resultados obtidos por Teixeira e Brites (2020), verificam-se algumas diferenças interessantes nas estruturas de capital das empresas exportadoras, consoante a atividade incida mais no mercado extra-comunitário ou no mercado comunitário.

Nas empresas exportadoras para o mercado extra-comunitário, a taxa efetiva de imposto apresenta uma relação positiva com o nível de endividamento de médio e longo prazo, enquanto nos *players* que têm o foco no mercado comunitário a relação é negativa. Deste modo, parece que as empresas que trabalham fora da Europa privilegiam o financiamento com maior maturidade para obterem maiores poupanças fiscais, enquanto que os outros competidores apresentam maior endividamento de curto prazo consoante a TEI seja superior, o que poderá evidenciar maior dificuldade na negociação de dívida com menor exigibilidade devido a terem menos disponibilidade financeira (em virtude de pagarem mais impostos).

Nas empresas que atuam no mercado extra-comunitário a variável risco do negócio é importante para explicar positivamente o nível de endividamento, enquanto nos competidores que vendem para o mercado comunitário essa variável não é relevante. Tal, poderá evidenciar que o risco é maior na atividade fora da Europa, o que leva as empresas a recorrer com maior assiduidade a endividamento para superar eventuais oscilações no negócio.

A variável dimensão apresenta uma relação positiva e significativa nas empresas que exportam para o mercado extra-comunitário. Nas empresas que vendem para o mercado comunitário essa relação é negativa e não significativa. Assim, pode-se sugerir que as empresas que atuam nos mercados fora da União Europeia recorrem mais a endividamento para financiar os maiores volumes de investimento associados à dimensão do seu negócio.

Os ativos intangíveis são relevantes apenas para explicar o nível de endividamento das empresas que exportam para o mercado extra-comunitário. Deste modo, parece existirem evidências de que a singularidade (por exemplo, a qualidade, a capacidade de adequação à medida e a inovação) é mais importante nestas empresas do que nos competidores que atuam sobretudo na União Europeia.

Por outro lado, verifica-se que no estudo de Teixeira e Brites (2020), as características dos diferentes setores de atividade eram importantes para explicar a estrutura de capitais das empresas que atuavam no mercado comunitário. Tal, não se verifica de forma tão intensa nas empresas que exportam para o mercado extra-comunitário.

De notar ainda que, no estudo de Teixeira e Brites (2020), a variável reputação (REP) era significativa e apresentava uma relação negativa com o nível de endividamento total e de curto prazo. Nas empresas exportadoras para o mercado extra-comunitário tal variável não é relevante para explicar a estrutura de capitais.

## 7. CONCLUSÃO

Com este trabalho, pretendeu-se identificar quais os fatores que condicionam a forma como as empresas do setor exportador para o mercado extracomunitário se financiam. Sendo um tema vasto e bastante estudado, procedeu-se inicialmente à recolha de informação acerca das teorias já existentes e dos estudos desenvolvidos sobre a escolha do financiamento através de capitais próprios ou alheio.

Ao nível dos resultados de investigação, verificou-se que, de forma geral, é possível concluir que das variáveis independentes utilizadas, aquelas que mais influenciam a estrutura de capital das empresas portuguesas exportadoras para o mercado extra-comunitário são a taxa efetiva de imposto, os custos financeiros, o risco de negócio, a dimensão, as garantias colaterais, os ativos intangíveis e a rendibilidade. No entanto, várias hipóteses não foram confirmadas, existindo diversas variáveis com relações contrárias face ao previsto, relativamente ao nível de endividamento.

Finalmente, no que diz respeito à comparação entre os resultados do atual estudo e do realizado por Teixeira e Brites (2020), relativo às empresas exportadoras para o mercado comunitário, constata-se que existem algumas diferenças nos determinantes das estruturas de capitais. Nas empresas que atuam fora da União Europeia, destacam-se algumas variáveis como o risco do negócio, a dimensão e os ativos intangíveis que não eram relevantes para explicar as estruturas de capitais das empresas exportadoras para o mercado comunitário. Por outro lado, estas apresentavam a reputação e as características setoriais como variáveis relevantes, enquanto no atual trabalho de investigação, não são significativas em nenhum dos modelos estudados. Finalmente, verificou-se que a taxa efetiva de imposto era relevante para ambos os tipos de empresas, embora com relações inversas face ao nível de endividamento (relação positiva nas empresas a atuar fora da União Europeia e negativa nas empresas a atuar no mercado comunitário). Tais resultados, evidenciam determinantes diferentes das estruturas de capitais, consoante o mercado alvo de atuação das empresas nacionais.

Uma limitação a apontar à investigação realizada, tal como Teixeira e Brites (2020) referiram, poderá ser o facto de se ter utilizado apenas um ano de análise, não sendo viável generalizar para a população os resultados obtidos da amostra.

Relativamente a linhas futuras de investigação, poderá alargar-se o estudo a outras variáveis, que contribuam para conhecer as principais características económicas e financeiras das empresas exportadoras nacionais.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alonso, E. J. M. (2000). *The Effect Of Firm Diversification On Capital Structure: Evidence From Spanish Firms*. EMFA 2000 Athens.
- Ang, J. (1991). *Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management*, The Journal of Entrepreneurial Finance, 1(1), 1-13.
- Antoniou, A., Yilmaz, G., & Krisha, P. (2006). *Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries*. SSRN Electronic Journal 01.
- Arias, C. A., Martínez, A. C., & Gracia, J. L. (2000). *Enfoques Emergentes en Torno en la Estructura de Capital: El caso de la Pyme*. Valência, Generalitat Valenciana.
- Balakrishnan, S., & Fox, I. (1993). *Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure*. Strategic Management Journal, 14(1), 3-16.
- Barclay, M.J., & Smith, C.W. (1995). *The Maturity Structure of Corporate Debt*. The Journal of Finance, 50(2), 609-631.
- Baskin, J. (1989). *An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis*. Financial Management, 18 (1), 26-35.
- Bevan, A. A., & Danbolt, J. (2002). *Capital Structure and its Determinants in the UK: A Decompositional Analysis*. Applied Financial Economics, 12(3), 159-170.
- Bontempi, M. E. (2002). *The Dynamic Specification of the Modified Pecking Order Theory: Its Relevance to Italy*. Empirical Economics, 27(1), 1-22.
- Booth, L., Aivazian V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). *Capital Structures in Developing Countries*. The Journal of Finance, 56(1), 87-130.
- Bougatef, K., & Chichti, J. (2010). *Equity Market Timing and Capital Structure: Evidence from Tunisia and France*. International Journal of Business and Management, 5(10), 167-177.
- Boyle, G. W., & Eckhold, K. R. (1997). *Capital Structure Choice and Financial Market Liberalization: Evidence From New Zealand*. Applied Financial Market Economics, 7(4), 427-437.
- Bowen, R. M., Daley, L. A., Daley, C. C., & Huber (1982). *Evidence on the Existence and the Determinants of Inter-Industry Differences in Leverage*. Financial Management, 11(4), 10-20.
- Bradley, M., Jarrel, G. A., & Kim, E. H. (1984). *On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence*. The Journal of Finance, 39(3), 857-880.
- Brailsford, T.J., Oliver, B.R., Pua, S.L.H. (2002). *On the Relation Between Ownership Structure and Capital Structure*. Accounting & Finance, Vol. 42, N° 1, p. 1-26.
- Brigham, E. & Gapenski, L. (1996). *Financial Management: Theory and Practice*. Dryden Press,
- Brito, R.D., & Lima, M.R. (2004). *A Escolha da Estrutura de Capital sob Fraca Garantia Legal: o caso do Brasil*. Revista Brasileira de Economia, 59(2), 177-208.
- Cassar, G., & Holmes, S. (2003). *Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence*. Accounting and Finance, 43(2), 123-147.
- Chung, K. (1993). *Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test*. Journal of Business Finance & Accounting, 20(1), 83-98.
- Couto, G., & Ferreira, S. (2010). *Os Determinantes da Estrutura de Capital de Empresas do PSI 20*. Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão 9(1-2), 26-38.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. (1980). *Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation*. Journal of Financial Economics, 8(1), 3-27.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). *The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region*. Journal of Multinational Financial Management, 14(4-5), 387-405.

- Diamond, D. W. (1989). *Reputation Acquisition in Debt Markets*. Journal of Political Economy, 97(4), 828-862.
- Drobetz, W., & Fix, R. (2003). *What are the Determinants of Capital Structure? Some Evidence for Switzerland*. Department of Finance. Working Paper n° 4/03, University of Basel.
- Durand, D. (1952). *Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement*, National Bureau of Economic Research: Conference on Research in Business Finance, p. 215-62, New York.
- Fama, E., & French, K.R. (2005). *Financing Decisions: Who issues stock?*. Journal of Financial Economics 76(3), 549-582.
- Frank, M., & Goyal, V. (2003). *Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure*. Journal of Financial Economics, 67(2), 217-248.
- Friend, I., & Lang, L.H.P. (1988). *An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure*. The Journal of Finance, 43(2), 271-281.
- Gama, A. P. B. M. (2000). *Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas*, Porto: Associação da Bolsa de Derivados do Porto.
- Gardner, J. C., & Trzcinka, C. A. (1992). *All-Equity Firms and the Balancing Theory of Capital Structure*. The Journal of Financial Research, 15(1), 77-90.
- Goyal, V. K., Lehn, K., & Racic, S. (2002). *Growth Opportunities and Corporate Debt policy: The case of the US Defense Industry*. Journal of Financial Economics, 64(1), 35-59.
- Hall, G., Patrick H. & Nicos M. (2000). *Industry Effects on the Determinants of Unquoted SME's Capital Structure*. International Journal of the Economics of Business, Vol. 7, N° 3, p. 297-312.
- Harris, M., & Raviv, A. (1990). *Capital Structure and the Informational Role of Debt*. The Journal of Finance, 45(2), 321-349.
- Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1988). *Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to Theory of Optimal Capital Structure*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 23(1), 27-39.
- Homaifar, G., Zietz, J. & Benkato, O. (1994). *An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence*. Journal of Business Finance & Accounting, 21(1), 1-14.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). *The Debt-Equity Choice*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 36(1), p.1-24.
- Jensen, G., R., Solberg D., P., Zorn. T., S. (1992). *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies*. Journal of Financial and quantitative Analysis, Vol.27, N°2, 247-263.
- Jensen, M. C. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. American Economic Review, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics 3(4), 305-360.
- Jong, A., & Veld. C. (2001). *An Empirical Analysis of Incremental Capital Structure Decisions Under Managerial Entrenchment*. Journal of Banking and Finance, 25(10), 1857-1895.
- Jordan, J., Lowe J., & Taylor P. (1998). *Strategy and Financial Policy in UK Small Firms*. Journal of Business Finance and Accounting, 25(1-2), 1-27.
- Kester, W. C. (1986). *Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese manufacturing Corporations*. Financial Management, 15(1), 5-16.
- Kim, E. H. (1978). *A Mean Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity*. The Journal of Finance, 32(1), 45-64.
- Kim, W. S., & Sorensen, E. H. (1986). *Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy*. Journal of Financial e Quantitative Analysis, 21(2), 131-144

- Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). *A State-Preference Model of Optimal Leverage*. *The Journal of Finance*, 28(2), 911-920.
- Leland, H., & Pyle, D. (1977). *Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation*. *Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Lobão, J., Rodrigues, F. (2013). *O Market Timing na estrutura de capital das empresas Portuguesas cotadas na Euronext Lisbon*. Universidade do Porto-Faculdade de Economia.
- Lowe, J., Naughton, T. & Taylor P. (1994). *The Impact of Corporate Strategy on the Capital Structure of Australian Companies*. *Managerial and Decision Economics*, 15(3), 245-257.
- Maksimovic, V., & Titman, S. (1991). *Financial policy and reputation for product-quality*. *The Review of Financial Studies*, 4(1), 175-200.
- Mehram, H. (1992). *Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(4), 539-560.
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). *Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: empirical evidence from company panel data*. *Small Business Economics*, 12(2), 113-30.
- Miller, M. H. (1977). *Debt and Taxes*. *The Journal of Finance*, 32(3), 261-275.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction by*. *American Economic Review*, 53(3), 437-447.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment*. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Moutinho, L., & Hutcheson, G. (2008). *Statistical Modelling for Management*. Sage.
- Munro, J. (1996). *Convertible Debt Financing: An Empirical Analysis*. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23(2), 319-334.
- Mutenheri E., Green, C., J. (2002). *Financial Reform and Financing Decisions of Listed Firms in Zimbabwe*. Working Paper N° 44. Economics Department Loughborough University.
- Myers, S. C. (1984). *The Capital Structure Puzzle*. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S.C. (1977). *Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions - Implications for Capital Budgeting*. *Journal of Finance*, 29(1), 1-25.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions. When Firms have informations the investors do not have*. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nivorozhkin, E. (2004). *The Dynamics of Capital Structure in Transition Economies*. *Economics of Planning*, 37(1), 25-45.
- Pinto, J. C. C., & Curto, J. J. D. (1999). *Estatística para Economia e Gestão. Instrumentos de Apoio à Tomada de Decisão*. Lisboa: Edições Silabo.
- Pittman, J. A. (2002). *The Influence of Firm Maturation on Tax-Induced Financing and Investment Decisions*. *The Journal of the American Taxation Association*, 24(2), 35-59.
- Rajan, R., & Zingales, L. (1995). *What Do Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data*. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Ross, S. A. (1977). *The Determinants of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2002). *Fundamentals of Corporate Finance* (6<sup>a</sup> edition). USA: McGraw-Hill.
- Scott, J. H. Jr. (1976). *A Theory of Optimal Capital Structure*. *The Bell Journal of Economics*, 7(1), 33-54.
- Shenoy, C., Koch, P.D. (1996). *A Dynamic Model of the Firm's Leverage-Cash Flow Relationship*. *Journal of Empirical Finance*, 2, 307-331.

- Sogorb-Mira, F., López-García, J. (2003). *Pecking Order Versus Trade-off: An Empirical Approach the small and Medium Enterprise Capital Structure*. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=393160>
- Stulz, R. (1990). *Managerial Discretion and Optimal Financing Policies*. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3–27
- Teixeira, N. & Brites, R. (2020). *A estrutura de capital das empresas portuguesas exportadoras para o mercado comunitário*. XXX Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica, Bragança (Portugal).
- Teixeira, N. & Parreira, J. (2015). *Determinants of capital structure of the information technology industry*. *The International Journal of Management Science and Information Technology*, Special Issue: 2014 Spanish-Portuguese Scientific Management Conference, 114 – 132
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). *The Determinants of Capital Structure Choice*. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-21.
- Vilabella, L.B., & Silvosa, A.R. (1997). *Un Modelo de Síntesis de los Factores que Determinan la Estructura de Capital óptima de las PYMES*, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 6 (1), 107-124.
- Warner, J. (1977). *Bankruptcy Costs: Some Evidence*. *The Journal of Finance*, 32(2), 337-347.
- Williamson, O. E. (1988). *Corporate Finance and Corporate Governance*. *The Journal of Finance*, 43(3), 567-591.