



Universidade de Évora - Escola de Ciências Sociais

Mestrado em Gestão

Área de especialização | Finanças

Dissertação

”O efeito fiscal como fator determinante da Estrutura de Capitais no Sector Agroalimentar: Países Latinos versus Países Nórdicos”

Diogo Miguel Ferreira Tristão

Orientador(es) | José Eduardo Correia

Évora 2022



Universidade de Évora - Escola de Ciências Sociais

Mestrado em Gestão

Área de especialização | Finanças

Dissertação

”O efeito fiscal como fator determinante da Estrutura de Capitais no Sector Agroalimentar: Países Latinos versus Países Nórdicos”

Diogo Miguel Ferreira Tristão

Orientador(es) | José Eduardo Correia

Évora 2022



A dissertação foi objeto de apreciação e discussão pública pelo seguinte júri nomeado pelo Diretor da Escola de Ciências Sociais:

Presidente | Elisabete Gomes Santana Félix (Universidade de Évora)

Vogais | Jacinto António Setúbal Vidigal da Silva (Universidade de Évora) (Arguente)
José Eduardo Correia (Universidade de Évora) (Orientador)

Resumo

Através deste estudo pretende-se determinar os principais fatores que condicionam a escolha da estrutura de capitais de uma empresa, nomeadamente, ao nível da fiscalidade e da cultura regional.

A estrutura de capitais trata-se de um conjunto de decisões que assume grande complexidade devido às várias alternativas de financiamento disponíveis e à diversidade de implicações na rentabilidade e na gestão da empresa.

Pretendendo responder a esta questão bastante pertinente na teoria financeira, este estudo analisa quais as vertentes que influenciam a tomada de decisão ao nível da estrutura de capitais. Desenvolver-se-á um modelo econométrico que permite determinar o impacto da fiscalidade nas decisões de financiamento das empresas, através do grau do seu endividamento e comparar os comportamentos das empresas do Norte e do Sul da Europa do setor agroalimentar entre os anos de 2016 e 2019. Por último, analisar-se-á os resultados e as principais conclusões desta dissertação.

Palavras-chave: estrutura de capitais; endividamento; efeito fiscal; países nórdicos; países latinos

Abstract

The tax effect as a determining factor in the capital structure of companies in the agri-food sector: Latin countries versus Nordic countries

This study intends to determine the main factors that condition the choice of a company's capital structure, namely, in terms of taxation and regional culture.

The capital structure is a set of decisions that assumes great complexity due to the various financing alternatives available and the diversity of implications for the profitability and management of the company.

Intending to answer this very relevant question in financial theory, this study analyzes which aspects influence decision-making at the level of capital structure. An econometric model will be developed to determine the impact of taxation on companies' financing decisions, through the level of their indebtedness and to compare the behavior of companies in Northern and Southern Europe in the agri-food sector between 2016 and 2016. 2019. Finally, the results and main conclusions of this dissertation will be analyzed.

Keyword: capital structure; indebtedness; tax effect; Nordic countries; Latin countries

Agradecimentos

O presente trabalho só foi possível devido ao contributo de um conjunto de pessoas a quem quero expressar o meu agradecimento.

Ao Prof. Dr. José Correia, pelo apoio e confiança e pelos múltiplos conhecimentos que me transmitiu, pelas valiosas e importantes sugestões, em todas as fases por que este trabalho passou e igualmente pela grande disponibilidade que sempre revelou.

Aos meus pais, que sempre me proporcionaram todas as condições necessárias para a progressão da minha vida académica e que acreditaram em mim em todo o meu processo estudantil.

À minha família pela compreensão demonstrada nos momentos de ausência, agradeço o carinho e paciência ao longo deste percurso e que fizeram que esta dissertação existisse.

À minha namorada, que também sempre me apoiou quer a nível académico quer a nível profissional e toda a paciência que demonstrou ao longo do desenvolvimento deste estudo.

Aos meus amigos, pela disponibilidade, incentivo, sugestões e amizade em todos os momentos, por nunca me terem deixado parar nesta jornada.

Quero ainda expressar o meu agradecimento à minha entidade patronal e ao meu chefe pelo apoio, incentivo e confiança depositados, cujos contributos foram imprescindíveis nos momentos em que precisei de maior disponibilidade para realizar este trabalho.

A todos os restantes que contribuíram para realização deste trabalho, quer diretamente quer indiretamente, os meus mais sinceros agradecimentos.

ÍNDICE

Índice de Figuras	8
Índice de Tabelas.....	9
Listagem de Abreviaturas ou Siglas.....	10
1. INTRODUÇÃO	11
1.1. Enquadramento do Tema e Justificações da Escolha	11
1.2. Formulação do Problema e dos Objetivos	12
1.3. Metodologia	13
1.4. Estrutura do Trabalho	14
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	15
2.1. Principais Teorias da Estrutura de Capitais	15
2.1.1. Teoria do Efeito Fiscal	16
2.1.2. Teoria da Assimetria de Informação	16
2.1.3. Teoria da Sinalização	17
2.1.4. Teoria dos Custos de Agência.....	18
2.1.5. Teoria do Trade-off	18
2.1.6. Teoria da Pecking Order	19
2.1.7. Teoria do Market Timing.....	20

2.2.	Estudos relevantes sobre os fatores determinantes da Estrutura de Capitais	21
2.3.	Estudos sobre a Estrutura de Capitais das Empresas das regiões em estudo	23
2.3.1	Países latinos	23
2.3.2	Países nórdicos	25
2.4.	Estudos relevantes sobre o efeito fiscal no comportamento empresarial	28
3.	METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO	30
3.1.	Seleção de variáveis	30
3.2.	Seleção de dados e amostra.....	31
3.3.	Modelos econométricos.....	32
3.4.	Hipóteses de trabalho	32
4.	ANÁLISE DOS RESULTADOS	35
4.1.	Distribuição da amostra	35
4.2.	Estatísticas descritivas.....	36
4.3.	Análise de correlações	39
4.4.	Resultados das regressões com dados em painel.....	42
5.	CONCLUSÕES.....	51
	Limitações da pesquisa e propostas de investigação futura.....	52
	BIBLIOGRAFIA.....	54

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Histograma de distribuição das empresas observadas por país.....	35
--	----

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Fórmulas de cálculo das variáveis.....	31
Tabela 2 – Conclusões esperadas	34
Tabela 3 - Sumário das estatísticas descritivas do Rácio de Endividamento.....	36
Tabela 4 - Sumário das estatísticas descritivas das variáveis independentes.....	37
Tabela 5 - Sumário das Taxas de Juro das Obrigações do Tesouro a 10 anos.....	38
Tabela 6 - Matriz de correlações das variáveis explicativas (Portugal)	40
Tabela 7 - Matriz de correlações das variáveis explicativas (Espanha)	40
Tabela 8 - Matriz de correlações das variáveis explicativas (Noruega).....	41
Tabela 9 - Matriz de correlações das variáveis explicativas (Suécia)	42
Tabela 10 - Análise das estatísticas ponderadas dos modelos de regressão	43
Tabela 11 - Análise de dados em painel dos determinantes do Rácio de Endividamento das empresas.....	44
Tabela 12 - Relações esperadas e obtidas.....	48

LISTAGEM DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

EBIT – Earnings Before Interest Taxes (ganhos antes dos custos financeiros)

EUA – Estados Unidos da América

IRC – Imposto sobre o Rendimento Coletivo

MTB - Market-to-book

OLS – Ordinary Least Squares (Método dos mínimos quadrados)

OT's – Obrigações do Tesouro

PIB – Produto Interno Bruto

PME – Pequenas e Médias Empresas

RAI – Resultado Antes de Impostos

ROA – Return On Assets (Rentabilidade dos ativos)

ROE – Return On Equity (Rentabilidade dos capitais próprios)

SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

1. INTRODUÇÃO

1.1. Enquadramento do Tema e Justificações da Escolha

A teoria financeira clássica defende que o principal objetivo da empresa é a maximização do lucro, contudo, de acordo com Van Horne (1992), citado por Rogão (2013, pág. 3), o conceito de lucro é bastante vago. De acordo com este autor, trata-se de um conceito vago, uma vez que não considera o risco associado aos fluxos monetários futuros, fluxos esses que estão condicionados pela capacidade de a empresa gerar lucro (risco económico) e pelo nível de endividamento que constitui a sua estrutura de capitais (risco financeiro).

As empresas determinam a sua estrutura de financiamento tendo por base o custo e a natureza das formas de financiamento alternativas que lhe são disponibilizadas (Pettit & Singer como citado em Rogão, 2006, p.4). Sendo o financiamento uma condição essencial para as empresas, este deve ser um objeto de estudo reconhecido (Belletante & Levratto, 1995). Uma das problemáticas que com maior regularidade se coloca no quotidiano dos empresários e diretores financeiros, consiste em determinar a estrutura de capitais ótima, alcançando o grau de alavancagem que mais beneficia os interesses das organizações, tendo em conta que, são inúmeras as combinações, entre capitais próprios e alheios, possíveis de realizar.

Nas últimas décadas, foram muitas as investigações dedicadas à determinação dos principais fatores que condicionam a estrutura de capitais das empresas. Uma das variáveis fundamentais para a definição da estrutura de capitais prende-se com a carga tributária praticada pelos diferentes Estados e os benefícios que o recurso a capitais alheios pode trazer para as empresas. Como benefícios do recurso à dívida, está a possibilidade de reduzir o valor do imposto a pagar, deduzindo os juros da dívida, tal como demonstraram Modigliani & Miller (1963) ao assumirem a possibilidade da dedução dos juros da dívida ao lucro sujeito a tributação.

Por outro lado, esse mesmo recurso à dívida acarreta custos para as empresas, nomeadamente, os custos de insolvência, que foram identificados pela teoria do Trade-Off e que se contrapõem aos benefícios fiscais mencionados anteriormente. Estes custos de insolvência consistem nos custos resultantes das empresas não conseguirem honrar os seus compromissos junto dos credores e são relevantes quando se pretende determinar o nível de endividamento da empresa (Herdeiro, 2019). De acordo com Peixoto (2017), os custos de falência dividem-se em dois tipos: diretos e indiretos. Os custos diretos resultam diretamente

do processo de falência da empresa, tais como, despesas legais e custos administrativos. Já os custos indiretos são provenientes da percepção, por parte dos stakeholders, de que a empresa está em dificuldades financeiras, estando presente uma forte possibilidade de falência. Entre estes custos estão a quebra de fornecimento por parte dos fornecedores, a perda de clientes, o impacto negativo na reputação da empresa e até mesmo perda de funcionários.

1.2. Formulação do Problema e dos Objetivos

A estrutura de capitais das empresas apresenta-se como um tema fundamental na área da investigação das finanças empresariais (Pestana, 2017). As decisões referentes à estrutura de financiamento das empresas têm um papel cada vez mais preponderante no contexto empresarial, nomeada ao nível do lucro da empresa e do valor da mesma, tendo sempre como objetivo, a maximização destes indicadores.

Assim sendo, esta dissertação tem como objetivo evidenciar os principais conceitos do tema, investigar as novas perspetivas para futuras abordagens académicas e testar parâmetros estatísticos para avaliar quais os fatores com maior preponderância na estrutura de capitais adotada pelas empresas, nomeadamente, qual a influência do efeito fiscal nas decisões empresariais. Para este fim será analisado a forma como estas variáveis influenciam o endividamento das empresas e perceber qual o impacto do planeamento fiscal na estrutura de capitais das empresas, procurando aferir a existência ou não de uma regionalização dos comportamentos empresariais. Assim sendo, o intuito deste estudo consiste em traçar comportamentos-tipo ao longo do tempo, de forma a conhecer melhor esta problemática global através da estimação de um modelo econométrico, comparando empresas do setor agroalimentar do Norte e do Sul da Europa.

Para que se consiga atingir o objetivo geral desta dissertação foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- Verificar a influência e a relação da variável taxa efetiva de imposto no rácio de endividamento das empresas em estudo;
- Verificar a influência e a relação da variável dimensão no rácio de endividamento das empresas estudadas;

- Verificar a influência e a relação da variável benefícios fiscais não resultantes da dívida no rácio de endividamento das empresas estudadas (também designada por outros benefícios fiscais);
- Verificar a influência e a relação da variável liquidez no rácio de endividamento das empresas estudadas;
- Verificar a influência e a relação da variável referente ao efeito dos encargos financeiros no rácio de endividamento das empresas estudadas;
- Verificar a influência e a relação da variável taxas de juro no rácio de endividamento das empresas estudadas.

Assim sendo, este estudo irá permitir perceber como as empresas adaptam a sua estrutura de capitais à carga tributária exercida pelos Estados, de forma a obterem maiores benefícios fiscais, maximizando assim a sua riqueza, confirmando as conclusões de (Wu & Yue, 2009) que afirmam a existência desta cointegração.

1.3. Metodologia

Para atingir os objetivos a que esta investigação se propõe, será utilizada uma metodologia baseada em vários estudos, entre os quais, Cabaço (2010), Paluan (2013) e Ferreira (2019). Esta investigação irá focar-se no estudo do setor agroalimentar, entre os anos de 2016 e 2019, de dois países latinos, sendo eles Portugal e Espanha e dois países nórdicos, Noruega e Suécia. Para o cálculo das regressões com dados em painel será utilizado o método dos mínimos quadrados.

Este método é bastante utilizado neste tipo de estudos, tendo em conta que, facilita a determinação e interpretação da direção de cada uma das variáveis. Para tentar explicar a variável dependente (rácio de endividamento) serão utilizadas seis variáveis explicativas como veremos mais à frente.

1.4. Estrutura do Trabalho

Esta dissertação encontra-se dividida em cinco capítulos estruturantes. No primeiro capítulo é apresentada uma introdução ao objeto de estudo, com uma breve contextualização do trabalho desenvolvido, e posteriormente, a enumeração dos objetivos gerais e específicos e a relevância deste estudo.

O segundo capítulo, onde é desenvolvida a revisão bibliográfica, é dividido em quatro subcapítulos. Na pesquisa sobre a influência do efeito fiscal nas fontes de financiamento das empresas do Norte e do Sul da Europa, torna-se essencial conhecer a vasta literatura existente sobre estrutura de capital. Daí que a primeira parte deste capítulo seja dedicada à caracterização das principais teorias desenvolvidas. No seguinte subcapítulo, são apresentadas várias investigações sobre o estudo dos fatores que ajudam a determinar a estrutura de capital das empresas, essencialmente ao nível europeu. O terceiro subcapítulo faz referência e uma breve análise de alguns estudos relevantes sobre a estrutura de financiamento das empresas dos países latinos e dos países nórdicos. No último subcapítulo, são referenciados e caracterizados alguns estudos que analisaram a influência do efeito fiscal nos comportamentos das empresas ao nível internacional.

O terceiro capítulo descreve a metodologia da pesquisa, com a descrição dos dados e variáveis, formulação de hipóteses e apresentação do modelo econométrico utilizado na obtenção dos resultados, retratando o que será todo o processo até à obtenção dos resultados finais do estudo.

O quarto capítulo apresenta e analisa os resultados da pesquisa para as duas zonas geográficas em estudo, nomeadamente ao nível das estatísticas descritivas, análise de correlações, e por fim, os resultados dos modelos de regressão.

Por fim, o quinto capítulo apresenta as conclusões a reter do estudo empírico realizado comparando os resultados verificados com outros trabalhos realizados dedicados ao estudo do impacto da fiscalidade na estrutura de capitais, as dificuldades e limitações encontradas e a apresentação de algumas sugestões para futuros trabalhos académicos.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1. Principais Teorias da Estrutura de Capitais

O estudo sobre a estrutura de capitais teve início com a chamada “Teoria Tradicional.” De acordo com esta teoria, o objetivo principal das empresas seria maximizar o seu valor. Esta maximização do valor das empresas resultava do ponto em que custo médio ponderado de capital era minimizado. Deste modo, cada empresa teria de definir uma combinação de capitais alheios com os capitais próprios, de forma a atingir uma estrutura de capital ótima (Durand, 1952). De acordo com este estudo, o ponto de equilíbrio é aquele em que o custo marginal de uma unidade de dívida se torna equivalente ao custo resultante do aumento da probabilidade das dificuldades financeiras.

Esta teoria foi colocada em causa pelo artigo seminal Modigliani & Miller (1958), que deu origem à Teoria Moderna e que gerou uma ampla literatura assente num conjunto de modelos teóricos e empíricos que têm vindo a tentar perceber melhor não só como as empresas decidem sobre a que fontes de financiamento recorrer, mas também a aferir a existência de uma estrutura ótima de capitais que maximize o valor das organizações. Esta teoria assentava nos seguintes pressupostos:

- Mercado de capitais perfeito e completo / simetria de informação;
- Inexistência de custos de transação e de insolvência;
- Ausência de impostos sobre a riqueza e o rendimento;
- Expectativas e classes de risco homogéneas;
- Cash-flows constantes e perpétuos;
- As empresas podem obter as mesmas taxas de juro em empréstimos e aplicações sendo financiadas por capitais alheios sem risco e capitais próprios com risco;
- Possibilidades de os agentes incorrerem em processos de arbitragem.

Segundo esta teoria, verificando-se todos estes pressupostos, o valor de mercado de uma empresa não é influenciado pela sua estrutura de capitais, uma vez que o seu custo do capital não sofre alterações. De acordo com esta teoria os fatores que determinam o valor de uma empresa são a política de investimentos e as oportunidades de crescimento (Capela, 2019).

Após o mote que foi por Modigliani & Miller (1958), foram vários os estudos e as teorias que surgiram sobre as decisões da estrutura de capitais e seleções de fontes de financiamento, nas quais se destacam a Teoria do Trade-off, o Market Timing, a Teoria dos Custos de Agência, a Teoria da Assimetria de Informação, a Teoria da Pecking Order e a Teoria da Sinalização.

2.1.1. Teoria do Efeito Fiscal

Modigliani & Miller (1963) propuseram uma nova teoria, a Teoria do Efeito Fiscal, em que anulam o pressuposto da inexistência de impostos, assumido por estes mesmos dois autores no artigo publicado em 1958. Nesta nova teoria os autores defenderam que o endividamento aumentava o valor das empresas por via dos benefícios fiscais resultantes desse recurso à dívida e dessa forma consideram que existindo uma estrutura de capitais ótima, essa seria constituída exclusivamente por capitais alheios.

De acordo com estes autores esta estrutura de capitais conduz à maximização da poupança fiscal, o que por sua vez, gera também a maximização do valor de mercado da empresa, e conseqüentemente, dos rendimentos dos acionistas. Deste modo torna-se mais vantajoso para as empresas o recurso a capitais alheios, uma vez que os juros resultantes desta atividade são dedutíveis fiscalmente, permitindo reduzir a carga fiscal suportada pelas mesmas. O mesmo não acontece com os custos provenientes do recurso a capitais próprios, uma vez que estes custos, nomeadamente os dividendos, não geram quaisquer benefícios fiscais para as empresas. Deste modo, sendo o recurso ao endividamento a única fonte de financiamento que proporciona uma redução da carga fiscal exercida sobre as empresas, o imposto sobre o seu rendimento torna-se um incentivo ao financiamento através de capitais alheios.

2.1.2. Teoria da Assimetria de Informação

Em 1970, George A. Akerlof publicou um artigo a que deu o nome “The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, onde desenvolveu uma nova teoria, designada por Teoria da Assimetria da Informação. Esta teoria que ganhou maior protagonismo

pelo estudo de Ross (1977), afirma a existência de relação entre a informação conhecida e as decisões de financiamento, considerando, tal como o próprio nome indica, que no contexto empresarial real os diferentes intervenientes da empresa não têm ao seu dispor a mesma informação, contrariando o pressuposto assumido por Modigliani & Miller (1958). Esta afirmação assenta na ideia de que os gestores possuem mais informações das suas empresas que os investidores externos, nomeadamente, no que diz respeito aos riscos inerentes ao negócio, ao contexto atual da empresa e às previsões quer ao nível da evolução dos mercados quer ao nível do desempenho da empresa (resultados e liquidez esperados, entre outros), uma vez que, as estratégias e decisões de financiamento e investimento das empresas tendem a não ser divulgadas (Leland & Pyle, 1977; Majluf & Myers, 1984).

Deste modo, as informações privilegiadas de que os gestores usufruem condicionam as decisões financeiras que tomam. Apesar disto e da assimetria de informação ser um fator evidente, é essencial que exista transmissão de informação dos gestores para o exterior para que empresas e projetos com boas perspectivas futuras consigam angariar financiadores para as suas atividades. Duas correntes distintas surgiram a partir das ideias inerentes à Teoria da Assimetria de Informação, foram elas a Teoria da Sinalização e a Teoria da Pecking Order.

2.1.3. Teoria da Sinalização

Esta nova teoria introduzida por Spence (1973) e posteriormente impulsionada por Ross (1977) e Leland & Pyle (1977), definida como Teoria da Sinalização, assenta no pressuposto que perante assimetrias de informação, as decisões tomadas pelos gestores são vistas como sinais por parte dos investidores, ou seja, as alterações efetuadas na estrutura de capitais de uma empresa pelos gestores transmitem um determinado tipo de informação para o mercado (Harris & Raviv, 1991; Ross, 1977). Leland & Pyle (1977) referem que é expectável que os gestores não sejam diretos e possam ser excessivamente positivos aquando da divulgação de informação da sua empresa, com o intuito de obtenção de vantagens, entre as quais, a obtenção de financiamentos em condições mais favoráveis. Assim sendo, o valor dos títulos emitidos pelas empresas é condicionado pela forma como as suas decisões financeiras são interpretadas pelo mercado.

Nesta teoria é ainda defendido que as principais ferramentas de sinalização para o mercado utilizadas pelos gestores são a política de dividendos e o nível de endividamento. Dando um exemplo prático, quando uma empresa comunica um aumento dos dividendos a

distribuir pelos seus acionistas, a cotação dessas empresas aumenta de imediato e essa divulgação envia um sinal de confiança para os investidores, pois mostra que os gestores estão otimistas quanto aos resultados esperados para o futuro.

2.1.4. Teoria dos Custos de Agência

Jensen & Meckling (1976) desenvolveram um modelo assente nos pressupostos estabelecidos na Teoria do Efeito Fiscal criada por Modigliani & Miller e onde introduzida de forma pioneira a designada Teoria dos Custos de Agência. Esta nova teoria defende que, tal como o próprio nome indica, são os custos de agência que determinam a estrutura de capitais das empresas. Estes custos de agência têm origem no conflito de interesses entre gestores e financiadores, sejam eles acionistas ou credores financeiros, conflitos esses que partem da divergência de pretensões entre as diferentes partes intervenientes. De facto, sendo uma empresa uma entidade onde estão inseridos e interagem diversos agentes, torna-se inevitável o surgimento de diferentes conflitos de interesses que, conseqüentemente, geram custos de agência para a organização (Harris & Raviv, 1991).

Esta teoria afirma que os gestores, perante o elevado nível de complexidade das empresas, não consigam agir sempre de acordo com aquilo que são os interesses dos acionistas e dos credores, que nem sempre são coincidentes. Nestas situações, surgem naturalmente conflitos de interesses, que não só prejudicam o bom funcionamento das entidades como dão origem a diversos custos, que iram diminuir o valor da empresa (Jensen & Meckling, 1976).

Segundo Jensen & Meckling (1976) os custos de agência dividem-se, quanto à sua origem, em custos de agência do capital próprio e custos de agência de capital alheio. Os custos de agência que resultam dos conflitos de interesse entre os gestores e os acionistas são considerados custos de agência de capital próprio, enquanto, os custos de agência do capital alheio resultam dos conflitos de interesse entre acionistas e credores. Assim sendo, a estrutura de capitais ótima é aquela que permite minimizar o custo de agência total.

2.1.5. Teoria do Trade-off

A teoria do Trade-off, publicada por Kraus & Litzenberger (1973) tal como citado em Rogão (2013,p.18), que teve por base a Teoria do Efeito Fiscal já referida anteriormente, defende a existência de uma estrutura de capitais ótima, que maximiza o valor da empresa. Esta

que é uma das teorias financeiras mais conhecidas no meio académico e defende que a estrutura ótima, que maximiza o valor da empresa, resulta do trade-off entre benefícios fiscais e custos de falência, já caracterizados no enquadramento do tema, derivados do endividamento. Myers (2001) assume que os gestores, principalmente de empresas com maior rentabilidade, devem explorar os benefícios fiscais resultantes da dívida, conseguindo assim diminuir o lucro tributável e ainda, aumentar o endividamento sem se debaterem com dificuldades financeiras. No entanto, os gestores devem ter em conta que a partir de determinado nível de endividamento, um maior recurso endividamento expõe a empresa a maiores dificuldades de solvabilidade, ou seja, o valor dos benefícios resultante do recurso a dívida é menor que o valor dos custos de insolvência, o que levará a uma redução do valor da empresa.

2.1.6. Teoria da Pecking Order

Majluf & Myers (1984) desenvolveram a teoria da Pecking Order, também designada por Hierarquização das Fontes de Financiamento, cuja perspectiva é formulada assumindo o pressuposto da assimetria de informação e defendendo que as empresas não procuram uma estrutura ótima de capitais. De acordo com esta teoria, os gestores tomam as decisões sobre estrutura de capitais das empresas seguindo uma ordem hierárquica na seleção das fontes de financiamento, preferindo financiar os seus investimentos, primeiramente, através de recursos internos ou autofinanciamento. Quando estes não são suficientes, as empresas dão prioridade a financiar-se através de financiamento externo (emissão de dívida), sendo a última opção para obtenção de recursos a emissão de novas ações da empresa. Os resultados obtidos em Myers (1984) foram validados por Rajan & Zingales (1995), verificando que os resultados de uma empresa são inversamente proporcionais ao seu endividamento, por outras palavras, as empresas que obtêm melhores resultados tendem a apresentar um nível de endividamento mais baixo, tendo em conta que dispõem de uma elevada capacidade de criação de recursos internos e assim se autofinanciam. Por outro lado, é expectável que as empresas que apresentam piores resultados tenham que recorrer com maior frequência de dívida, uma vez que apresentam maior dificuldade em gerar recursos internos.

Sendo assim, as empresas devem privilegiar o financiamento das suas atividades e investimentos através de reservas provenientes de resultados obtidos, caso isto não seja possível, a prioridade deve recair sobre as emissões de dívida e só quando a empresa atingir o nível máximo de endividamento suportável, deve então recorrer então às emissões de capital

próprio, levando a concluir que a estrutura de capital das empresas é condicionada pelos lucros retidos e reservas existentes.

Segundo Harris & Raviv (1991), a Teoria da Pecking Order apresenta várias implicações. A primeira das quais é que um anúncio de uma nova emissão de ações por parte de uma empresa pode originar uma desvalorização da cotação das ações dessa mesma empresa no mercado, enquanto o recurso a fundos internos ou a dívida externa não parece condicionar o valor das ações. Outras das implicações prende-se com o facto de existir uma tendência para que os novos projetos sejam financiados através de fontes internas ou com a recurso a emissão de dívida de risco baixo. Por último, está a menor imunidade das empresas com menor nível de ativos tangíveis face à problemática das assimetrias de informação e por isso mais sujeitas ao subinvestimento, o que as obrigará a um maior recurso ao endividamento (Harris & Raviv, 1991).

2.1.7. Teoria do Market Timing

Após diversas investigações sobre a estrutura de capitais e sobre os fatores que a condicionam, surgiu a teoria do Market Timing desenvolvida por Baker e Wurgler em 2002. De acordo com Rogão (2013), Baker & Wurgler (2002) foram pioneiros ao relacionarem o nível de endividamento com o rácio market-to-book (MTB), rácio entre o valor contabilístico e o valor de mercado das empresas, algo que ainda não havia sido introduzido.

Esta teoria parte do pressuposto de que o mercado é imperfeito e defende que a estrutura de capitais das empresas resulta das decisões tomadas pelos seus gestores ao longo do tempo, uma vez que estes procedem à emissão de novas ações quando percecionam que as ações da empresa estão sobreavaliadas pelo mercado (MTB elevado), e tendem a emitir dívida quando as ações estão subavaliadas (MTB baixo) (Baker & Wurgler, 2002).

Baker & Wurgler (2002) afirmam que não existe uma estrutura de capitais ótima e concluem neste estudo que as decisões tomadas pelos gestores são, exclusivamente, condicionadas apenas por fatores externos à organização, tais como a valorização efetuada pelo mercado das ações ou de títulos de dívida emitidos pelas empresas e que sofrem flutuações com base nas expectativas dos investidores. Deste modo, esta abordagem acaba por afirmar que as condições de mercado são o principal influenciador da estrutura de capitais das empresas.

Além destes trabalhos, muitos outros autores se têm dedicado ao estudo do impacto da estrutura de capital no valor das empresas e à definição dos fatores que ajudam a determinar essa mesma estrutura.

2.2. Estudos relevantes sobre os fatores determinantes da Estrutura de Capitais

Rajan & Zingales (1995) criaram uma nova abordagem ao estudo da estrutura de capitais, tendo como foco as empresas cotadas em bolsa dos países constituintes do G7 (Alemanha, Canadá, Estados Unidos da América, França, Grã-Bretanha, Itália e Japão) e apenas quatro fatores: a singularidade, as oportunidades de crescimento, a tangibilidade e a rentabilidade. Os resultados obtidos indicam que os níveis de endividamento dos G7 são bastante próximos, ao contrário daquilo que era expectável. No entanto o Japão, Alemanha, França e Itália apresentam maiores níveis de endividamento face aos EUA, Canadá e Grã-Bretanha. O estudo evidenciou ainda que, na grande maioria dos países, as oportunidades de investimento e a lucratividade possuem coeficientes negativos e a composição de ativos e a dimensão coeficientes positivos e concluíram ainda que, as características específicas de cada país podem influenciar a seleção de fontes de financiamento por parte das empresas.

Chen et al. (1998) investigaram a relevância das diferentes teorias sobre estrutura de capitais na seleção das fontes de financiamento por parte das empresas holandesas. Para tal, foram utilizados seis variáveis independentes, sendo elas a tangibilidade dos ativos, o crescimento, a dimensão, a volatilidade dos resultados, a rentabilidade e o market-to-book ratio. Os dados foram recolhidos da Jaarboek van Nederlandse ondernemingen, para o período entre 1984 e 1995. Da amostra inicial composta por 200 empresas, foram excluídas várias empresas por diversos motivos, tendo-se selecionado uma amostra final composta apenas por 51 empresas, utilizando dados em painel. Neste estudo utilizaram-se duas medidas de determinação da estrutura de capital, a primeira foi o rácio do endividamento total sobre o valor contabilístico do capital próprio. A segunda medida foi o rácio do ativo total sobre o valor de mercado do capital próprio. A escolha destas medidas foi motivada pela indefinição entre as várias teorias financeiras sobre prendem-se com o facto de as várias teorias sobre quais as medidas que devem ser usadas na determinação do endividamento e devido à consistência oferecida por cada uma das medidas. As conclusões obtidas neste estudo foram as seguintes: quando a variável dependente é medida pelo rácio do endividamento total sobre o valor contabilístico do capital próprio, o crescimento, a dimensão, a tangibilidade dos ativos, a

volatilidade dos resultados e MTB ratio assumem um coeficiente positivo e a rentabilidade apresenta um coeficiente negativo. Utilizando o rácio do endividamento total sobre o valor de mercado do capital próprio como variável dependente, a tangibilidade dos ativos e o crescimento assumem uma relação positiva com a variável explicada, enquanto as variáveis da dimensão, da volatilidade dos resultados, da rentabilidade e do market-to-book ratio se relacionam negativamente com essa mesma medida.

Antoniou et al. (2002) procuraram investigar quais os fatores que influenciam o endividamento das empresas francesas, alemãs e britânicas e a forma como as especificidades de cada país influenciam a estrutura de capitais das empresas desses mesmo países. Os períodos em análise foram diferentes para cada país, sendo no caso do Reino Unido (1969-2000), para França (1983-2000) e para Alemanha (1987-2000) com dados obtidos através do Datastream. Neste estudo, as variáveis independentes utilizadas foram: a rentabilidade, a taxa efetiva de imposto, o índice market-to-book, a tangibilidade dos ativos, o tamanho, a liquidez, a volatilidade dos resultados, o prémio de capital, a taxa de juros e o desempenho do preço das ações. Com este modelo, estes autores sugerem a existência de características específicas de cada um dos países em estudos e que estas desempenham um papel preponderante na definição da estrutura de capitais das empresas, além dos normais indicadores empresariais. Estes autores assumem ainda que o Reino Unido segue uma tradição mais orientada para o mercado de capitais, enquanto a Alemanha segue uma tendência mais orientada para o setor bancário, ocupando a França uma posição intermédia entre as duas tendências.

Capela (2019) procurou determinar quais os determinantes do endividamento total das empresas que compõem a Euronext, utilizando como amostra final do seu estudo, 801 empresas dos países que integram a bolsa de valores sediada em Amesterdão, ou seja, Portugal, Bélgica, Grã-Bretanha, França e Holanda. É importante ainda que referir que, em estudo esteve o período compreendido entre 2012 e 2017. Os fatores explicativos utilizados neste estudo foram a dimensão, o risco de negócio, as oportunidades de crescimento, a rentabilidade, a tangibilidade, a rentabilidade e outros benefícios fiscais não financeiros. O modelo aplicado neste estudo teve 6 regressões distintas. Sendo que as duas primeiras corresponderam a regressões simples, utilizando o método dos mínimos quadrados, nas duas seguintes a metodologia utilizada foi similar, mas foram adicionados os efeitos fixos de ano e as últimas duas regressões incluíram-se, além dos efeitos fixos de ano, os efeitos fixos de empresa, tentando assim verificar a endogeneidade dos resultados obtidos. Este estudo permitiu concluir que apenas a variável tangibilidade revela significância estatística para as empresas portuguesas,

apresentando um coeficiente negativo, o que vai ao encontro daquilo que é defendido pela teoria Pecking Order. Nos restantes países em estudo, todas as variáveis se revelaram significativas, o que mostra que influenciam as decisões de endividamento das empresas. Deste modo, os resultados desta investigação reforçam o que é argumentado pela Teoria do Trade-Off nas variáveis dimensão e outros benefícios fiscais e o que é afirmado pela Teoria da Pecking Order, quantos às variáveis rendibilidade, tangibilidade e oportunidades de crescimento.

2.3. Estudos sobre a Estrutura de Capitais das Empresas das regiões em estudo

2.3.1 Países latinos

Rogão (2006) estudou, através de uma amostra composta por 41 empresas no período de 1991 a 2004, os fatores que influenciam a seleção de fontes de financiamento das empresas cotadas portuguesas. O método de estimação utilizado neste foi o método dos mínimos quadrados ordinários, o método habitualmente conciliado com a utilização de dados em painel. As variáveis explicativas utilizadas foram a dimensão, a rendibilidade, a tangibilidade dos ativos e o índice market-to-book e a variável dependente foi o rácio de endividamento.

Com este estudo a autora concluiu que a dimensão, a tangibilidade dos ativos e a rentabilidade são importantes fatores influenciadores do nível de endividamento das empresas, através da significância estatística que estas variáveis revelaram neste estudo. Os coeficientes positivos da tangibilidade dos ativos e da dimensão validam a teoria do Trade-off. Por outro lado, a rendibilidade apresentou um coeficiente negativo, tal como era esperado de acordo com a teoria Pecking Order, uma vez que esta teoria sugere que as empresas mais rentáveis, tendem a recorrer preferencialmente a recursos internos, mantendo assim níveis de endividamento reduzidos.

Cabaço (2010) estudou a estrutura de capitais as empresas, focando-se nas pequenas e médias empresas da Península Ibérica de acordo com a definição de PME desenvolvida pela Comissão Europeia, através de um modelo utilizando dados em painel. A amostra utilizada foi constituída por 198 PME portuguesas e 198 PME espanholas no período entre 2005 e 2008, sendo que, estes dados foram retirados da base de dados designada por Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI). As cinco variáveis independentes foram a dimensão, a taxa de lucro, as

oportunidades de crescimento, a rentabilidade e a tangibilidade dos ativos, sendo que a variável explicada utilizada foi o rácio de endividamento total.

Após a análise de dados evidenciou-se a irrelevância geral da taxa de lucro, a importância da dimensão para a determinação do rácio de endividamento das empresas apenas em Portugal e a influência consensual para os dois países dos restantes indicadores da tangibilidade dos ativos, da rentabilidade e das oportunidades de crescimento. Verificou-se ainda que, o rácio de endividamento das empresas é positivamente influenciado pela variação das oportunidades de crescimento, tanto em Portugal como em Espanha. O mesmo aconteceu com a variável rentabilidade, confirmando a conclusão da Teoria Pecking Order, de que empresas com maiores rentabilidades têm maior capacidade para reter lucros, e por isso, recorrem menos ao financiamento externo. A variável tangibilidade dos ativos apresentou também um coeficiente positivo, mostrando que, as empresas com maior peso do imobilizado incorpóreo no seu imobilizado total terão, tendencialmente, menores níveis de endividamento. Em termos da dimensão, esta variável só se mostrou estatisticamente significativa em Portugal e apresentou uma relação positiva com a alavancagem financeira das empresas, afirmando a maior facilidade de acesso a financiamento externo que as empresas com maior dimensão têm quando comparadas com as empresas mais pequenas.

Paluan (2013) procurou estudar como a variável fiscal influencia o recurso ao financiamento bancário, através das diversas formas possíveis, por parte das empresas italianas. A análise de dados em painel esteve mais uma vez presente neste estudo, tendo sido utilizados dados de 114 empresas italianas de diferentes setores de atividade, no período entre 2006 e 2010, com estes mesmos dados a serem retirados da base de dados ORBIS.

A variável dependente utilizada no modelo econométrico foi o endividamento bancário através do rácio do financiamento bancário sobre o ativo total. Esta variável teve como variáveis explicativas a dimensão, o crescimento, as vantagens fiscais não resultantes da dívida, a rentabilidade, a tangibilidade do ativo, as vantagens fiscais resultantes da dívida, a taxa de imposto sobre o rendimento coletivo, o Produto Interno Bruto e o Beta como medida de risco das empresas. A autora dividiu a série temporal em estudo em dois modelos, usando com referência a grande crise de 2008 e a implementação de nova legislação fiscal também implementada em 2008. Deste modo, um dos modelos analisou o período entre 2006 e 2007, enquanto, o outro modelou utilizou o modelo compreendido entre 2008 e 2010.

No primeiro modelo revelaram-se estatisticamente significativas as variáveis, vantagens fiscais resultantes da dívida e o PIB, tendo ambas apresentado um coeficiente positivo, o que mostra que, a dedutibilidade dos juros potencializará um aumento da dívida e o mesmo acontece com o PIB, quando este aumenta, espera-se também um aumento da dívida bancária das empresas.

No segundo modelo foram três as variáveis significativas, sendo que se manteve a variável os benefícios fiscais resultantes da dívida e acrescentaram-se a taxa de imposto coletivo e o Beta. As vantagens fiscais mantiveram a influência positiva sobre o endividamento bancário, contudo com um coeficiente inferior ao verificado no anterior modelo. A taxa de imposto sobre o rendimento coletivo apresentou uma relação negativa com o nível de endividamento das empresas, o que ajuda a concluir que, perante uma redução do imposto sobre o rendimento coletivo é expectável que as empresas aumentem a sua dívida bancária. O risco das empresas assumiu também uma influência negativa sobre a variável explicada, levando a concluir que, a dívida bancária detida diminui à medida que aumenta o risco sistemático das empresas, algo que era expectável tendo em conta que, os bancos tornam-se mais relutantes em conceder créditos quando existe maior risco de incumprimento por parte das empresas financiadas.

2.3.2 Países nórdicos

Song (2005) procurou encontrar os principais fatores quem influenciam a forma como as empresas suecas financiam a sua atividade, utilizando a análise de dados em painel entre 1992 e 2000 e tendo uma amostra composta por 6000 empresas desse país. Esta investigação teve como variáveis explicativas a tangibilidade (ativo fixo / ativo total), os benefícios fiscais não resultantes a dívida, a rentabilidade, o tamanho, o crescimento esperado, a singularidade, a variação do imposto sobre o rendimento. O intuito deste modelo foi ajudar a explicar a relação destas variáveis independentes com o endividamento, através de três variáveis explicadas distintas, e que foram, o endividamento a curto prazo, o endividamento a longo prazo e o endividamento total.

Este estudo obteve conclusões significativamente diferentes para cada uma das variáveis dependentes. Embora as três formas de índice de dívida estejam significativamente relacionadas à tangibilidade, rentabilidade, tamanho e variabilidade do imposto sobre o rendimento, o benefício fiscal não relacionado à dívida está relacionado apenas às formas de dívida de curto e longo prazo. Enquanto isto, o crescimento esperado e a singularidade não se

revelaram significantes para qualquer uma das três variáveis dependentes. O facto mais relevante entre as conclusões deste estudo prende-se com a diferença de resultados em três variáveis para os índices de endividamento de curto e longo prazo. Embora a tangibilidade apresente uma relação positiva com a dívida de longo prazo (e também com dívida total), ela tende a variar em sentido contrário à variação da dívida de curto prazo. Além disso, o benefício fiscal não associado à dívida apresentou um coeficiente negativo quando o endividamento de curto prazo é a variável dependente, contudo apresentou um efeito positivo sobre o endividamento de longo prazo. Por último, apesar do tamanho estar positivamente relacionado à dívida total e ao endividamento de curto prazo, ele revelou-se negativamente correlacionado ao índice de dívida de longo prazo. Este estudo permitiu ainda concluir que a dívida a curto prazo apresenta um grande peso nas empresas suecas, constituindo cerca de 50% da dívida total destas empresas.

Hoang (2019) procurou determinar os fatores determinantes na seleção de fontes de financiamento praticada pelas empresas de quatro países nórdicos (Noruega, Finlândia, Dinamarca e Suécia). A amostra deste estudo incluiu 565 empresas, das quais 272 empresas suecas, 131 norueguesas, 95 finlandesas e 67 empresas dinamarquesas e analisou o período compreendido entre 2004 e 2017. Este estudo utilizou dois modelos distintos com vista à análise da questão em investigação, contudo, ambos apresentam a mesma variável explicada, o rácio da dívida a longo prazo sobre o total do ativo. Um dos modelos prendeu-se com os fatores específicos de cada empresa. Este modelo teve como variáveis explicativas, a tangibilidade, o tamanho da empresa, o risco de negócio, os benefícios fiscais não resultantes da dívida, as oportunidades de crescimento, a rentabilidade e a liquidez. O segundo modelo tratou os fatores específicos de cada país, acrescentando às variáveis independentes do modelo anterior, o desenvolvimento do setor bancário, o desenvolvimento do mercado de ações, o desenvolvimento do mercado de obrigações, a taxa de variação do PIB e a taxa de inflação.

Os resultados do primeiro modelo mostraram que a tangibilidade e o tamanho da empresa têm uma relação positiva e significativa com o índice de endividamento de longo prazo das empresas na maioria dos países nórdicos, exceto na Finlândia. Por outro lado, a rentabilidade está negativamente correlacionada com o índice de alavancagem nos quatro países, enquanto as oportunidades de crescimento produzem um resultado misto, apresentando uma relação negativa significativa para as empresas públicas finlandesas e uma relação significativamente positiva para as empresas dinamarquesas. A liquidez e os benefícios fiscais não relacionados com a dívida não têm impacto significativo na alavancagem para a

maioria dos países nórdicos, exceto na Finlândia em termos de liquidez e na Suécia em termos de benefícios fiscais não relacionados com a dívida. O risco empresarial mostra uma relação negativa significativa com o índice de endividamento na Noruega e na Suécia.

Os resultados da investigação sobre os efeitos específicos dos países mostraram que a evolução do mercado de ações e a taxa de crescimento do PIB têm uma correlação negativa significativa com o endividamento de longo prazo. Por outro lado, os resultados da estimação mostram que o desenvolvimento do setor bancário, a taxa de inflação e a evolução do mercado não têm impacto significativo nas fontes de financiamento a que as empresas nórdicas recorrem. Estes resultados podem implicar que as empresas nórdicas em geral preferem o financiamento de capital ao financiamento de dívida e que quando financiamento de dívida é necessário, essas empresas preferem títulos corporativos a empréstimos bancários.

Rudström & Storlöpare (2019) estudaram os determinantes das grandes empresas suecas do setor imobiliário. A abordagem utilizada foi a análise de dados em painel entre os anos de 2009 e 2017 através de uma amostra constituída por 901 e umas empresas. O objetivo foi estudar as relações existentes entre o nível de endividamento (variável dependente) e oito variáveis explicativas: valor do ativo, número de empregados, rentabilidade dos capitais próprios, rentabilidade do ativo, custos da dívida, custos financeiros, rácio de cobertura de juros, taxa de juros e índice de mercado sueco.

A análise de correlações entre as variáveis mostrou que o tamanho da empresa pode afetar a alavancagem de duas maneiras distintas. Um maior valor de ativos normalmente leva a um endividamento maior, enquanto um número maior de funcionários leva a uma alavancagem menor, em média. No que diz respeito às medidas de rentabilidade, a rentabilidade dos capitais próprios (ROE – return on equity) está positivamente relacionado com o endividamento, enquanto uma maior rentabilidade dos ativos (ROA – return on assets) está associada a empresas com menor recurso à dívida. Consequentemente, um custo mais alto da dívida levará a uma menor alavancagem, enquanto um índice de cobertura de juros mais alto levará a um maior endividamento. Verificou-se ainda que, as taxas de juros macroeconómicas e o índice de mercado não são estatisticamente significativos na determinação do nível de endividamento das empresas suecas do setor imobiliário.

2.4. Estudos relevantes sobre o efeito fiscal no comportamento empresarial

Dwenger & Steiner (2009) procuraram estimar a elasticidade da alavancagem financeira, medida pelo Índice de Endividamento Geral, face a alterações na taxa efetiva de imposto sobre os rendimentos empresariais, com base nas declarações de impostos de empresas alemãs do setor industrial, nos anos de 1998 e 2001. Através deste estudo os autores concluíram que o Imposto sobre o Rendimento Coletivo influencia a estrutura de capitais das empresas, contudo, esta influência é condicionada pelo tamanho das empresas e pela disponibilidade de outros incentivos fiscais. De acordo com este estudo, empresas que retiram menos proveito de outros benefícios fiscais apresentam uma estrutura de capitais mais sensível a alterações tributárias quando comparadas com empresas que recebem mais incentivos fiscais. Além disso, a empresas de maior dimensão parecem ser também mais sensíveis a alterações fiscais que as pequenas mais pequenas, uma vez que, devido à sua maior dimensão dispõem de mais oportunidades de financiamento externo devido às restrições do mercado de capitais.

Segundo Baharipour et al. (2016) existe um efeito negativo da taxa de imposto sobre o rendimento sobre o rácio de endividamento, ou seja, as empresas optam por reduzir quando se deparam com uma subida da carga fiscal. Segundo este estudo, a subida da carga tributária é causada pelo aumento da lucratividade das empresas. Um aumento do lucro gerado pelas empresas leva a um aumento dos recursos financeiros o que, por sua vez, reduz a necessidade de financiamento externo por parte das mesmas. Nesta investigação em que se procurou estudar o impacto da propriedade institucional no relacionamento entre a carga fiscal e a estrutura de capitais foram utilizadas como variáveis independentes a taxa de imposto sobre o rendimento, a propriedade institucional, o crescimento, a liquidez, o tamanho e rendibilidade dos ativos para explicar a estrutura de capitais, tendo como amostra 98 empresas integrantes da bolsa de valores de Teerão no período entre 2005 e 2014.

O papel da fiscalidade na estrutura de financiamentos das empresas portuguesas foi estudado por Santos (2016), que utilizou um modelo que teve como variáveis explicativas a tangibilidade do ativo, o crescimento, as vantagens fiscais, a rendibilidade, a dimensão e o risco negócio, a antiguidade e o regime fiscal como forma de explicar o endividamento das empresas, através de três vertentes diferentes, o endividamento de curto prazo, o endividamento de longo prazo e o endividamento geral. Nesta investigação foi utilizada uma amostra composta por 52 integrantes da Euronext Lisboa no período compreendido entre 2010 e 2014, com dados retirados da SABI. Os resultados obtidos por este sugerem que a fiscalidade é a variável

independente mais relevante para a escolha de fontes de financiamento das empresas, seguida das variáveis, rentabilidade e crescimento, contudo e tal como é defendido pela Teoria da Pecking Order, estas variáveis apresentaram um coeficiente negativo. As variáveis do risco de negócio e da antiguidade revelaram-se praticamente irrelevantes na determinação do endividamento das empresas portuguesas que integram a Bolsa de Lisboa.

Ferreira (2019) estudou o impacto do efeito fiscal na rentabilidade dos capitais próprios das empresas de Portugal, Espanha França e Alemanha. Foi utilizada uma amostra composta por 516 empresas cotadas de vários setores de atividade, das quais, 199 alemãs, 66 espanholas, 233 francesas e 18 empresas portuguesas. Este estudo utilizou como variáveis independentes para o seu modelo econométrico, o efeito fiscal (resultado líquido/resultado antes de impostos), o efeito dos encargos financeiros (resultado antes de impostos/EBIT), o efeito da margem EBIT (EBIT/vendas), o efeito da rotação dos ativos (vendas/ativo total) e o efeito de alavancagem financeira (ativo total/capital próprio). Concluiu-se que a fiscalidade é um fator preponderante na rentabilidade dos capitais próprios. Apesar de se ter comprovado a existência de diferenças entre os quatro países e entre as duas zonas geográficas (ibérica e franco-alemã) em análise, elas são moderadas e pouco significativas. Contudo e de acordo com a autora deste estudo, estas diferenças poderão ter particular preponderância nas decisões quanto à localização de investimentos, uma vez que, o maior impacto da carga fiscal num país, tende a reduzir a probabilidade de um investidor externo decidir localizar o seu novo investimento nessa região.

3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

O objetivo deste estudo consiste em analisar quais os fatores que influenciam os gestores das empresas no âmbito das decisões relacionadas com a estrutura de capitais, procurando também averiguar de que forma as questões fiscais têm impacto no processo de tomada de decisão das administrações empresariais. Esta investigação irá desenvolver-se através da comparação entre as realidades de zonas geográficas bem distantes dentro do velho continente, nomeadamente, entre os países latinos e os países nórdicos. Deste modo, este estudo procurará traçar tendências comuns às duas regiões e quais os pontos em que estas divergem, reconhecendo, tal como foi dito anteriormente, que a gestão financeira das empresas é condicionada, entre muitos outros fatores, por todo o contexto cultural em que estão inseridas.

A metodologia adotada para o cumprimento deste objetivo será baseada em Gupta & Newberry (1997) e passará pela seleção de variáveis, amostra selecionada através de dados secundários, pelas técnicas de estimação e análise dos resultados.

3.1. Seleção de variáveis

A variável dependente será o rácio entre o total de capitais alheios e o total dos ativos das empresas. Será procurado explicar a variação do rácio de endividamento através de seis variáveis independentes e que são a taxa de imposto efetiva, a dimensão da empresa, os benefícios fiscais não resultantes da dívida, a liquidez, o efeito dos encargos financeiros e as taxas de juro. O modelo econométrico será então o seguinte:

Rácio de endividamento t

$$\begin{aligned} &= \alpha + \beta 1 \text{ Taxa efetiva de imposto}_t + \beta 2 \text{ Dimensão}_t \\ &+ \beta 3 \text{ Benefícios fiscais não resultantes da dívida}_t + \beta 4 \text{ Liquidez}_t \\ &+ \beta 5 \text{ Efeito encargos financeiros}_t + \beta 6 \text{ Taxa de juros}_t + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Onde α corresponde à constante que relaciona a reta resultante da regressão com o eixo vertical de um plano de referência, β simboliza os coeficientes das variáveis explicativas do modelo, ε é o erro associado à regressão e o t é o número que identifica cada uma das empresas em estudo.

Este modelo é baseado na revisão de literatura efetuada anteriormente, nomeadamente, baseada nos estudos de Linda Paluan e Liliana Ferreira, contudo, com algumas alterações, que visam o aperfeiçoamento do modelo, tendo em conta, os objetivos pretendidos neste estudo.

Os valores das variáveis serão calculados da seguinte forma:

Tabela 1 - Fórmulas de cálculo das variáveis

Variável	Fórmula de cálculo
Variável dependente: Rácio de Endividamento	Capitais alheios / Ativo total
Taxa efetiva de imposto	IRC / RAI
Dimensão	Volume de negócios
Benefícios não resultantes da dívida	Depreciações e Amortizações / Ativo total
Liquidez	Ativo corrente / Passivo Corrente
Efeito dos encargos financeiros	RAI / EBIT
Taxas de juro	Taxa de juros de OT's a 10 anos

Fonte: Elaboração própria

3.2. Seleção de dados e amostra

Em termos da amostra selecionada, serão utilizados dados em painel. A utilização deste método no âmbito financeiro é extremamente importante, na medida em, confere “maior quantidade de informação, maior variabilidade nos dados, menor colinearidade entre as variáveis, maior número de graus de liberdade e maior eficiência na estimação” (Fávero & Paulo, 2013). Por isso mesmo, este método é bastante consensual no meio académico e de investigação.

Serão selecionados dados de empresas do setor agroalimentar de dois países nórdicos (Noruega e Suécia) e de dois países latinos (Portugal e Espanha), entre os anos de 2016 e 2019, sendo a amostra constituída por 99 empresas portuguesas (totalizando 396 observações no total dos quatro anos em estudo), 309 empresas espanholas (totalizando 1236 observações), 131 empresas norueguesas (totalizando 524 observações) e 29 empresas suecas (num total de

116 observações). Deste modo, será elaborada uma análise designada por análise cross-section, termo utilizado para definir a análise de uma amostra referente ao mesmo período temporal. Estes dados serão retirados de duas bases de dados distintas, os dados empresariais serão retirados da base de dados Amadeus e as taxas de juros das Obrigações do Tesouro serão retiradas da Investing.

Ao nível do tratamento de dados será utilizado o software MS Excel. Neste processo serão utilizadas apenas as empresas que apresentem valores para todas as variáveis em estudo, sendo removidas as empresas que não cumpram este requisito, procurando assim melhorar a qualidade dos resultados.

3.3. Modelos econométricos

Tal como referido anteriormente, para efeitos de análise de dados e de estimação do modelo de regressão com dados em painel, o método utilizado será o método dos mínimos quadrados (OLS – Ordinary Least Squares), este é o método mais simples e utilizado nos estudos desta temática por facilitar a determinação dos parâmetros de direção das variáveis, o que traduz numa importante ferramenta para uma análise financeira detalhada.

Para o cálculo das regressões, o software utilizado será o Stata. Na confirmação dos testes estatísticos realizados, utilizar-se-á um nível de significância de 5% ($\alpha = 0,05$), sendo assim, o nível de confiança de 95%.

3.4. Hipóteses de trabalho

Tendo por base toda a revisão bibliográfica efetuada anteriormente, é possível formular algumas hipóteses sobre os resultados previstos para cada uma das variáveis independentes e sobre o seu impacto no nível de endividamento das empresas. Deste modo foram formuladas as seguintes hipóteses:

H1: Existe uma relação positiva entre a taxa efetiva de imposto e o endividamento.

A teoria do Trade-Off sugere que o aumento do nível de endividamento por parte das empresas gere vantagens para as mesmas, provenientes dos benefícios resultantes da dedução fiscal dos juros suportados pelo recurso à dívida. Assim sendo, elevadas taxas de imposto

aumentam esses benefícios, devendo resultar num aumento do endividamento (DeAngelo & Masulis, 1980).

H2: Existe uma relação positiva entre a dimensão e o endividamento.

A teoria do Trade-Off defende que a dimensão é um fator crucial para a determinação da estrutura de capitais das empresas, na medida em que, empresas de maior dimensão tendem a ter maior facilidade de diversificação dos seus capitais, permitindo reduzir desta forma o risco inerente e, conseqüentemente, os custos resultantes do recurso ao financiamento externo e facilitando o acesso ao mercado de capitais.

H3: Existe uma relação negativa entre os benefícios não resultantes da dívida e o endividamento

De acordo com a teoria do Trade-Off defende que os 'outros benefícios fiscais' têm um impacto negativo no nível de endividamento de uma empresa, na medida em que, substituem os benefícios fiscais provenientes do recurso à dívida. DeAngelo & Masulis (1980) introduziram esta variável na investigação da estrutura de capitais, após verificarem que as amortizações e provisões proporcionavam uma poupança fiscal que podia substituir os benefícios fiscais resultantes da utilização de dívida.

H4: Existe uma relação negativa entre a liquidez e o endividamento.

A teoria da Pecking Order defende que maior a liquidez de uma empresa menor a probabilidade de esta recorrer a financiamento externo. Esta afirmação assenta na ideia que as empresas com maior liquidez são mais capazes de criar reservas provenientes dos resultados obtidos e, por isso e de acordo com a hierarquia de preferências das empresas sugerida por esta teoria, é preferível para as empresas autofinanciar-se a recorrerem a capitais alheios (Majluf & Myers, 1984).

H5: Existe uma relação negativa entre o efeito dos encargos financeiros e o endividamento.

De acordo com Paluan (2013) as vantagens fiscais da dívida estão positivamente relacionadas com o endividamento, o que demonstra que, é esperado que o endividamento aumente quando os custos financeiros dedutíveis fiscalmente também aumentam. Perante isto

e considerando que o rácio da variável do efeito dos encargos diminui quando os custos financeiros aumentam, prevê-se a existência uma relação negativa entre o efeito dos encargos financeiros e o nível de endividamento das empresas.

H6: Existe uma relação negativa entre a taxa de juros e o endividamento.

Antoniou et al. (2002) sugere que as taxas de juros têm um impacto negativo nos níveis de endividamento das empresas, tendo em conta que, verificando-se taxas de juro elevadas, as empresas procurar evitar o recurso ao financiamento externo, estando estas cientes que estas taxas de juro acarretam custos superiores quando comparado com períodos em que se verificam taxas mais reduzidas.

Através desta formulação de hipóteses, obtemos a seguinte tabela síntese:

Tabela 2 – Conclusões esperadas

Variável independente	Conclusão esperada
Taxa efetiva de imposto	Relação positiva
Dimensão	Relação positiva
Benefícios fiscais não resultantes da dívida	Relação negativa
Liquidez	Relação negativa
Efeito dos encargos financeiros	Relação negativa
Taxa de juros	Relação negativa

Fonte: Elaboração própria

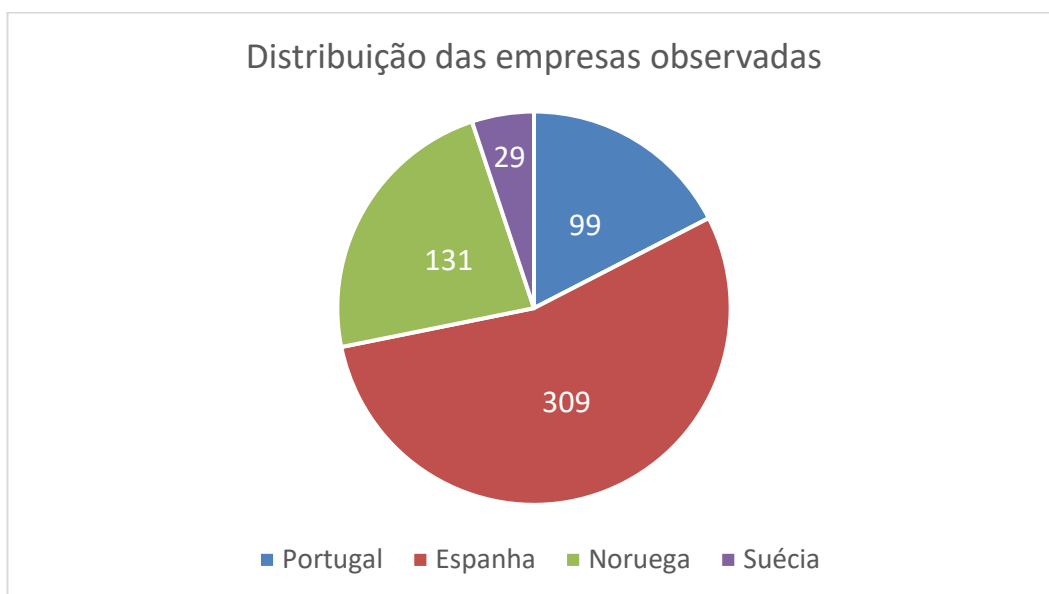
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo do estudo, irão ser apresentados e analisados os resultados da investigação em causa. Para esse efeito, serão apresentados a distribuição da amostra, as estatísticas descritivas, a análise de correlações e os resultados das regressões com os dados em painel dos quatro países em estudo (Portugal, Espanha, Noruega e Suécia).

4.1. Distribuição da amostra

Neste ponto é analisada a distribuição da amostra total de empresas observadas, após a aplicação dos critérios anteriormente referidos no capítulo respeitante à metodologia a utilizar. O seguinte gráfico permite-nos perceber então como se distribui a amostra total de 568 empresas pelos quatro países em estudo.

Figura 1 - Histograma de distribuição das empresas observadas por país



Fonte: elaboração própria, com informação retirada das bases de dados Amadeus e Investing

Numa breve análise, é possível verificar que a Espanha é destacadamente o país mais representado neste estudo com 309 empresas (1236 observações no total dos quatros anos em análise), o que faz do modelo espanhol o modelo com maior número de observações. Segue-se a Noruega com 131 empresas (524 observações), em seguida surge Portugal com 99 empresas (396 observações) e, por último, a Suécia com 29 empresas (116 observações) e por isso o

modelo com menos observações. Numa perspetiva regional, vemos que os países latinos estão mais representados com 408 empresas (1632 observações) face às 160 empresas (640 observações) dos países nórdicos.

4.2. Estatísticas descritivas

Neste subcapítulo o tema abordado é as estatísticas descritivas. na tabela seguinte são apresentadas as estatísticas de tendência central média e mediana, o desvio-padrão que mede dispersão dos valores observados e, por últimos, os valores mínimos e máximos, que nos dão a amplitude dos valores de cada uma das setes variáveis incluídas neste estudo, a variável independente e as seis variáveis explicativas.

Tabela 3 - Sumário das estatísticas descritivas do Rácio de Endividamento

Ano	País	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
2016	Portugal	0,824	0,796	0,579	0,082	4,523
	Espanha	0,730	0,794	0,351	0,009	2,970
	Noruega	0,842	0,873	0,377	0,043	2,083
	Suécia	0,776	0,797	0,176	0,304	0,986
2017	Portugal	0,836	0,766	0,683	0,098	5,856
	Espanha	0,712	0,780	0,318	0,010	2,013
	Noruega	0,941	0,863	0,596	0,034	5,532
	Suécia	0,681	0,684	0,196	0,197	0,986
2018	Portugal	0,940	0,698	1,719	0,060	16,795
	Espanha	0,700	0,735	0,325	0,021	2,347
	Noruega	1,075	0,885	0,823	0,076	5,468
	Suécia	0,624	0,639	0,213	0,151	0,963
2019	Portugal	0,723	0,652	0,557	0,056	3,761
	Espanha	0,695	0,707	0,367	0,019	3,297
	Noruega	1,308	0,828	1,413	0,115	7,900
	Suécia	0,573	0,591	0,230	0,111	0,954
Total	Portugal	0,831	0,733	1,007	0,056	16,795
	Espanha	0,709	0,750	0,341	0,009	3,297
	Noruega	1,042	0,866	0,905	0,034	7,900
	Suécia	0,664	0,695	0,216	0,111	0,986

Fonte: elaboração própria, com informação retirada da base de dados Amadeus

Da análise das estatísticas descritivas do rácio de endividamento, vemos que os países nórdicos são os extremos no que ao nível de endividamento diz respeito, uma vez que, as empresas norueguesas são as que apresentam maior nível médio de endividamento, registando mesmo valores médios de passivo superiores ao ativo e em sentido contrário surge a Suécia com um nível médio de endividamento de 66,4%. Olhando para os países ibéricos, vemos que as empresas portuguesas têm um maior grau de endividamento quando comparadas com as empresas espanholas (83,1% e 70,9%, respetivamente).

Tabela 4 - Sumário das estatísticas descritivas das variáveis independentes

Ano	País	IRC/RAI		Volume de negócios		Depreciações/ativo		Ativo corrente / passivo corrente		RAI/EBIT	
		Média	Desvio-padrão	Média	Desvio-padrão	Média	Desvio-padrão	Média	Desvio-padrão	Média	Desvio-padrão
2016	Portugal	0,176	0,215	619	1988	0,064	0,079	2,088	2,420	0,975	0,210
	Espanha	0,331	2,109	885	3614	0,038	0,047	2,124	3,480	0,897	0,630
	Noruega	0,129	0,227	1076	2897	0,053	0,047	2,647	6,447	1,068	0,944
	Suécia	0,179	0,134	807	1474	0,049	0,043	1,887	2,026	0,836	0,263
2017	Portugal	0,220	0,568	3459	27223	0,065	0,075	2,061	1,895	0,886	0,436
	Espanha	0,168	2,796	1781	11290	0,049	0,040	2,414	5,644	0,819	1,101
	Noruega	0,106	0,248	1559	5809	0,075	0,059	2,048	5,507	1,113	1,387
	Suécia	0,167	0,171	1000	1687	0,071	0,052	1,660	1,438	0,710	2,533
2018	Portugal	0,287	1,945	3477	26795	0,071	0,083	2,393	2,681	0,399	3,637
	Espanha	-0,015	4,041	1929	12097	0,053	0,041	3,351	20,228	1,124	4,780
	Noruega	0,099	0,352	2326	10653	0,089	0,081	1,680	2,544	1,155	2,247
	Suécia	0,171	0,230	1118	1760	0,072	0,062	2,347	2,388	0,992	0,214
2019	Portugal	0,126	1,046	3649	26931	0,056	0,041	2,751	3,518	0,995	1,131
	Espanha	0,230	0,210	2171	13060	0,056	0,047	2,147	3,413	0,883	0,489
	Noruega	0,174	0,322	2861	14992	0,168	0,756	2,029	4,997	-1,374	25,507
	Suécia	0,182	0,157	1156	1698	0,080	0,071	2,294	1,882	0,927	0,164
Total	Portugal	0,202	1,142	2801	23335	0,064	0,072	2,323	2,698	0,814	1,928
	Espanha	0,178	2,676	1692	10692	0,049	0,044	2,509	10,778	0,931	2,485
	Noruega	0,127	0,293	1956	9748	0,096	0,383	2,101	5,080	0,490	12,839
	Suécia	0,174	0,174	1020	1642	0,068	0,058	2,047	1,958	0,866	1,268

Fonte: elaboração própria, com informação retirada da base de dados Amadeus

No que diz respeito às variáveis explicativas do rácio de endividamento, podemos ver que Portugal é o país com maior carga fiscal sobre as empresas do setor agroalimentar, registando uma média de taxa efetiva de imposto de 20,2%, em sentido oposto temos a Noruega com 12,7%, enquanto a Espanha e a Suécia apresentam valores muito próximos (17,8% e 17,4%, respetivamente).

Em termos de dimensão e tendo por base o volume de negócios, vemos que as empresas portuguesas e norueguesas são as maiores, o que pode explicar o maior grau de endividamento das empresas destes países face aos restantes como vimos na tabela anterior.

Olhando para os benefícios fiscais não resultantes da dívida, podemos verificar que os países nórdicos beneficiam de maiores vantagens fiscais que não resultam do endividamento em comparação com os países ibéricos, o que poderá ajudar a justificar a taxa efetiva de imposto mais baixa das empresas localizadas na península escandinava.

Por outro lado, olhando para o efeito dos encargos financeiros sobre os resultados das empresas verificamos que estes são maiores nas empresas norueguesas e portuguesas, o que provavelmente é justificado pelo facto destas empresas terem maior nível de endividamento como podemos ver na tabela anterior referente à variável explicada. Em seguida, surgem as empresas suecas que, apesar de menor nível de endividamento, suportam maiores encargos financeiros que as empresas espanholas.

Por fim, ao nível da liquidez, é possível tentar traçar novamente uma tendência regional, tendo em conta que, tendo em conta que os países ibéricos apresentam maior liquidez imediata face aos países nórdicos, sendo as empresas espanholas as que apresentam maior liquidez, no sentido oposto, as empresas suecas são aquelas que menos capacidade têm de fazer face aos encargos correntes da sua atividade.

Tabela 5 - Sumário das Taxas de Juro das Obrigações do Tesouro a 10 anos

	Portugal	Espanha	Noruega	Suécia
2016	3,15%	1,31%	1,32%	0,50%
2017	2,97%	1,56%	1,61%	0,68%
2018	1,83%	1,43%	1,85%	0,26%
2019	0,70%	0,61%	1,51%	-0,02%
Média	2,16%	1,23%	1,57%	0,35%

Fonte: elaboração própria, com informação retirada da base de dados Investing

A última variável independente é a taxa de juros das Obrigações do Tesouro a 10 anos entre 2016 e 2019. Esta variável merece uma análise diferenciada, tendo em conta que tratamentos dos dados também foi realizado de forma diferente, todas as observações do mesmo país e do mesmo ano apresentam o mesmo valor. Os valores presentes na tabela acima resultam da média dos valores de fecho dos doze meses do ano. Assim sendo, podemos verificar

que Portugal apresenta as taxas de juro mais elevadas com um valor médio de 2,16%. No sentido contrário encontramos a Suécia com um valor médio de 0,35% e chega mesmo a registar uma taxa de juro média negativa em 2019. Olhando para as flutuações de ano para ano, vemos que Espanha e Suécia registaram o pico em 2017 e uma tendência decrescente nos anos seguintes, enquanto, Portugal apresenta o valor mais elevado em 2016, e em seguida, decresce gradualmente até 2019. Por último, a Noruega segue uma tendência crescente até 2018, quando atinge o pico e depois decresce em 2019.

4.3. Análise de correlações

Após a análise descritiva das variáveis em cada um dos quatro países em estudo é importante que se verifique a correlação entre as variáveis independentes, para que perceba qual a relação entre elas (positiva ou negativa) entre elas e a força dessa relação, de forma a complementar a análise anterior. Para este efeito foram calculadas as matrizes de correlações que nos devolvem os coeficientes de Pearson. Este coeficiente varia entre -1 e 1, sendo que, valores próximos dos extremos demonstram correlações muito fortes e valores próximos de zero revelam correlações baixas ou praticamente inexistentes, ou seja, quanto maior o valor absoluto do coeficiente maior a relação entre as variáveis. Se o valor do coeficiente apresentar sinal negativo existe uma relação negativa entre as variáveis, o que significa que as variáveis tendem a variar em sentido contrário, por outras palavras, quando há um aumento de uma das variáveis, a outra tende a diminuir. Já se o coeficiente apresentar sinal positivo, dá-nos a indicação que as variáveis tendem a variar no mesmo sentido, por outras palavras, quando uma variável aumenta, a outra variável segue esse comportamento. Se o valor for exatamente zero, concluímos que não existe qualquer relação entre o comportamento das variáveis em questão.

Tabela 6 - Matriz de correlações das variáveis explicativas (Portugal)

Portugal	Taxa efetiva de imposto	Dimensão	Outros benefícios fiscais	Liquidez	Efeito dos encargos financeiros	Taxas de juro
Taxa efetiva de imposto	1,000					
Dimensão	-0,014	1,000				
Outros benefícios fiscais	-0,021	-0,022	1,000			
Liquidez	0,038	-0,062	-0,027	1,000		
Efeito dos encargos financeiros	0,070	0,003	-0,045	0,028	1,000	
Taxas de juro	0,016	-0,034	0,038	-0,103	0,012	1,000

Fonte: elaboração própria, com informação retirada das bases de dados Amadeus e Investing

Como podemos verificar na matriz de correlações portuguesa, a relação de dependência entre as variáveis explicativas é, em geral, bastante fraca e em alguns casos praticamente inexistente, havendo apenas a realçar o coeficiente entre a liquidez e as taxas de juro de -0,103, o que demonstra que 10,3% das variações das taxas de juro em Portugal são seguidas, em sentido contrário, de variações na liquidez das empresas portuguesas.

Tabela 7 - Matriz de correlações das variáveis explicativas (Espanha)

Espanha	Taxa efetiva de imposto	Dimensão	Outros benefícios fiscais	Liquidez	Efeito dos encargos financeiros	Taxas de juro
Taxa efetiva de imposto	1,000					
Dimensão	-0,005	1,000				
Outros benefícios fiscais	0,022	0,027	1,000			
Liquidez	0,007	-0,011	-0,051	1,000		
Efeito dos encargos financeiros	-0,016	-0,006	0,059	-0,001	1,000	
Taxas de juro	-0,016	-0,018	-0,073	0,021	0,008	1,000

Fonte: elaboração própria, com informação retirada das bases de dados Amadeus e Investing

Na matriz de correlações espanhola, é possível verificar que as relações entre as variáveis são praticamente inexistentes, uma vez que, nenhum coeficiente apresenta um valor absoluto superior a 0,10.

Tabela 8 - Matriz de correlações das variáveis explicativas (Noruega)

Noruega	Taxa efetiva de imposto	Dimensão	Outros benefícios fiscais	Liquidez	Efeito dos encargos financeiros	Taxas de juro
Taxa efetiva de imposto	1,0000					
Dimensão	0,0934	1,0000				
Outros benefícios fiscais	-0,0345	-0,0259	1,0000			
Liquidez	0,0313	-0,0233	-0,0307	1,0000		
Efeito dos encargos financeiros	0,0154	0,0034	0,0088	0,0329	1,0000	
Taxas de juro	-0,0546	0,0340	0,0124	-0,6500	0,0182	1,0000

Fonte: elaboração própria, com informação retirada das bases de dados Amadeus e Investing

No caso norueguês, há um valor que se destaca de todos os outros. Esse valor é o coeficiente -0,65 entre as taxas de juro e a liquidez, o que revela a relação negativa entre estas duas variáveis, tal como aconteceu com Portugal. No entanto, neste caso o valor absoluto é bem mais elevado, o demonstra que a relação entre as variáveis é mais forte. Este coeficiente permite concluir que 65,0% das variações das taxas de juro na Noruega são seguidas, em sentido contrário, de variações na liquidez das empresas norueguesas.

Tabela 9 - Matriz de correlações das variáveis explicativas (Suécia)

Suécia	Taxa efetiva de imposto	Dimensão	Outros benefícios fiscais	Liquidez	Efeito dos encargos financeiros	Taxas de juro
Taxa efetiva de imposto	1,000					
Dimensão	0,043	1,000				
Outros benefícios fiscais	-0,027	-0,070	1,000			
Liquidez	0,033	0,003	-0,316	1,000		
Efeito dos encargos financeiros	-0,103	-0,035	-0,054	0,045	1,000	
Taxas de juro	-0,023	-0,057	-0,108	-0,132	-0,068	1,000

Fonte: elaboração própria, com informação retirada das bases de dados Amadeus e Investing

Por último, temos a matriz de correlações das variáveis para a Suécia. Esta matriz é aquela que regista mais coeficientes com valor absoluto superior a 0,10, quatro no total. Deste modo vemos que existe relação entre a taxa efetiva de imposto e o efeito dos encargos financeiros (-0,103), entre o efeito dos encargos financeiros e a liquidez (-0,316), entre o efeito dos encargos financeiros e as taxas de juros (-0,108), e por último, entre a liquidez e as taxas de juro (-0,132). Perante isto, importa referir que o maior coeficiente observado se registou entre o efeito dos encargos financeiros e a liquidez (-0,316), o que permite concluir que 31,6% das variações das taxas de juro na Noruega são seguidas, em sentido contrário, de variações na liquidez das empresas norueguesas e vice-versa. Por fim, verificamos novamente que o coeficiente de correlação entre a liquidez e as taxas de juro é negativo e tem um valor superior a 0,10, o que reforça a conclusão de que existe efetivamente uma relação negativa entre estas duas variáveis.

4.4. Resultados das regressões com dados em painel

Após as análises efetuadas anteriormente, importa então verificar e analisar o ponto crucial deste estudo, os resultados do modelo de regressão de cada país.

Tal como podemos verificar nos resultados apresentados na Tabela 10, apresentada de seguida, o modelo utilizado é significativo para os quatro países, tendo em conta que, utilizando um nível de significância de 5%, a hipótese nula é sempre rejeitada, visto que a probabilidade

de F é 0,000 para os quatro países. Perante estes resultados, é possível confirmar que existe influência das variáveis explicativas sobre a variável explicada.

Tabela 10 - Análise das estatísticas ponderadas dos modelos de regressão

R quadrado	Portugal	0,304	Estatística F	Portugal	28,320
	Espanha	0,042		Espanha	8,888
	Noruega	0,166		Noruega	17,187
	Suécia	0,278		Suécia	6,994
R quadrado ajustado	Portugal	0,2933	Prob.	Portugal	0,000
	Espanha	0,037		Espanha	0,000
	Noruega	0,157		Noruega	0,000
	Suécia	0,238		Suécia	0,000

Fonte: elaboração própria, com informação retirada das bases de dados Amadeus e Investing

Através dos resultados expostos no Tabela 10, é possível verificar também que o modelo de regressão para Portugal apresenta um R quadrado de 0,304, o que significa que 30,4% das variações da variável dependente são explicadas pelas variações das variáveis independentes. O R quadrado ajustado apresenta um valor de 0,293, o que quer dizer que, observando-se os graus de liberdade, 29,3% das variações da variável dependente são explicadas pelas variações das variáveis independentes.

No que diz respeito ao modelo de regressão para Espanha, o R quadrado obtido é de 0,042, significando que 4,2% das variações da variável dependente são explicadas pelas variáveis explicativas. Por sua vez, o R quadrado ajustado obtido foi 0,037, significando que observando os graus de liberdade, 3,7% das variações da variável dependente são explicadas pelas variações das variações independentes.

No modelo de regressão para a Noruega, o R quadrado observado foi de 0,166, o que significa que 16,6% das variações da variável dependente são explicadas pelas variáveis explicativas. Olhando agora para o R quadrado ajustado, vemos que o valor observado foi 0,157, mostrando que observando os graus de liberdade, 15,7% das variações da variável dependente são explicadas pelas variações das variações independentes.

Por fim, no caso da Suécia, o R quadrado resultante do modelo de regressão foi 0,278, o que significa que 27,8% das variações da variável dependente são explicadas pelas variáveis independentes. No caso do R quadrado ajustado, o valor obtido foi 0,238, mostrando que tendo

em conta os graus de liberdade, as variações das variáveis explicativas justificam 23,8% da variável dependente. Verificada a significância dos quatro modelos em estudo, é fundamental verificar a significância de cada uma das variáveis em cada um dos países.

Tabela 11 - Análise de dados em painel dos determinantes do Rácio de Endividamento das empresas

Variáveis	País	Coefficientes	Erro padrão	Estatística T	Prob.
Constante	Portugal	0,511	0,120	4,254	0,000
	Espanha	0,625	0,036	17,413	0,000
	Noruega	0,776	0,301	2,576	0,010
	Suécia	0,821	0,056	14,531	0,000
IRC/RAI	Portugal	-0,004	0,037	-0,120	0,905
	Espanha	0,002	0,004	0,537	0,591
	Noruega	-0,493	0,125	-3,939	0,000
	Suécia	-0,150	0,102	-1,476	0,143
Volume de negócios	Portugal	0,000	0,000	0,093	0,926
	Espanha	0,000	0,000	-2,447	0,015
	Noruega	0,000	0,000	-0,556	0,578
	Suécia	0,000	0,000	-2,411	0,018
Depreciações/ ativo	Portugal	7,352	0,597	12,320	0,000
	Espanha	1,189	0,216	5,502	0,000
	Noruega	0,835	0,095	8,801	0,000
	Suécia	-0,643	0,324	-1,986	0,050
Ativo corrente/ passivo corrente	Portugal	-0,062	0,016	-3,882	0,000
	Espanha	-0,003	0,001	-3,784	0,000
	Noruega	-0,012	0,007	-1,740	0,083
	Suécia	-0,044	0,010	-4,609	0,000
RAI/EBIT	Portugal	0,010	0,022	0,463	0,644
	Espanha	0,002	0,004	0,420	0,674
	Noruega	0,002	0,003	0,543	0,587
	Suécia	-0,023	0,014	-1,616	0,109
Tx. juros OT's 10 anos	Portugal	-0,721	4,353	-0,166	0,869
	Espanha	2,949	2,608	1,130	0,258
	Noruega	17,638	18,873	0,935	0,350
	Suécia	13,976	6,817	2,050	0,043

Fonte: elaboração própria, com informação retirada das bases de dados Amadeus e Investing

Após analisarmos a significância de cada uma das variáveis independentes sobre a variável dependente importa apurar se a influência que exercem é positiva ou negativa. Esta análise é feita a partir dos coeficientes resultantes do modelo de regressão. Sendo o coeficiente positivo, isto significa que as variáveis variam no mesmo sentido, ou seja, quando a variável explicativa aumenta, a variável explicada também aumenta. Já quando o coeficiente de regressão é negativo, as variações acontecem em sentido oposto, por outras palavras, quando há um aumento da variável independente, tende a existir uma diminuição do valor da variável dependente.

Deste modo e após a anterior análise de significância do modelo, analisamos significância individual de cada variável. Através da Probabilidade (Prob) de cada coeficiente conseguimos perceber se cada variável independente exerce ou não influência isoladamente sobre a variável dependente. Assim sendo verificamos que no modelo de regressão para Portugal as variáveis significantes são os benefícios fiscais não resultantes da dívida e a liquidez. No caso espanhol, as variáveis com significância são a dimensão e os benefícios fiscais resultantes da dívida. No que diz respeito aos países nórdicos, o modelo de regressão para a Noruega tem como variáveis significativas a taxa efetiva de imposto e os benefícios fiscais não resultantes da dívida. Por fim, as variáveis explicativas do modelo de regressão para a Suécia que exercem influência sobre a variável explicada são a dimensão, os benefícios resultantes da dívida, a liquidez e as taxas de juro.

Elaborando uma análise por país mais pormenorizada e começando pelos resultados do modelo de regressão para as empresas portuguesas, e de acordo com o que vimos anteriormente, observamos que as variáveis significativas são os benefícios fiscais não resultantes da dívida e a liquidez. Contudo, estas variáveis exercem impactos diferentes sobre o rácio de endividamento das empresas. Enquanto os benefícios fiscais não resultantes da dívida apresentam um coeficiente positivo, o que revela que, o endividamento das empresas tende a seguir a mesma tendência que estes benefícios fiscais, a liquidez apresenta um coeficiente negativo, mostrando que empresas portuguesas com maior liquidez tendem a diminuir o seu rácio de envidamento, já as empresas com menos liquidez tendem a aumentar o seu endividamento com vista a combater esta lacuna.

No caso das empresas espanholas, as variáveis independentes que se revelaram significativas foram o volume de negócios, os benefícios fiscais não resultantes da dívida e a liquidez. O volume de negócios apresenta uma relação negativa com a variável dependente, o

que leva a concluir que, as empresas espanholas de menor dimensão tendem a procurar mais os capitais alheios para financiar as suas atividades que as empresas com maior volume de faturação. Nas duas outras variáveis os coeficientes obtidos permitem tirar as mesmas conclusões que resultaram do modelo de regressão para Portugal. Assim sendo, podemos concluir que o endividamento das empresas tende a seguir a variação dos benefícios fiscais não resultantes da dívida, ou seja, quando estes benefícios são maiores as empresas tendem a aumentar o seu financiamento por capitais alheios. No que diz respeito à liquidez, as empresas espanholas com menor liquidez recorrem mais ao endividamento, enquanto, empresas com maior liquidez procuram evitar esse recurso.

Quanto ao modelo de regressão para a Noruega, este revelou que as variáveis significativas para explicar a variação da variável explicativa são a taxa efetiva de imposto e os benefícios fiscais não resultantes. Contudo, estas variáveis apresentam relações distintas com o endividamento das empresas norueguesas. O coeficiente negativo da taxa de efetiva de imposto permite-nos concluir que quanto maior a taxa efetiva de imposto, menor o endividamento das empresas e que empresas com uma taxa de imposto mais baixa tende a aumentar o seu financiamento por capitais alheios. Os benefícios fiscais não resultantes da dívida apresentam um coeficiente positivo, à semelhança do que aconteceu nos países ibéricos, o que revela que quanto maiores estas vantagens fiscais, maior o recurso ao endividamento por parte das empresas norueguesas e que quanto menores os benefícios desta natureza que as empresas conseguem obter, menor a tendência das mesmas para utilizarem os capitais alheios para financiar as suas atividades.

Por fim, a análise dos resultados suecos, em que quatro das seis variáveis mostraram-se significativas. A dimensão revelou-se negativamente significativa, tal como tinha acontecido com o modelo de regressão para Espanha. Este facto leva a concluir que as empresas suecas de menor dimensão tendem a financiar-se mais através de capitais alheios que as empresas com maior volume de faturação. A variável dos benefícios fiscais apresenta também ela um coeficiente negativo, ao contrário do que aconteceu nos restantes países. Assim sendo, podemos concluir que quanto menor os benefícios fiscais resultantes da dívida, maior o rácio de endividamento das empresas suecas, por outro lado, quando este tipo de vantagens fiscais diminui, as empresas recorrem mais a capitais alheios. Ao nível da liquidez as conclusões a retirar são as mesmas que se verificaram nos países ibéricos, ou seja, que a liquidez influencia negativamente o endividamento das empresas. Por outras palavras, quanto menor a liquidez das empresas, maior a necessidade das empresas suecas aumentar o seu passivo de modo a

financiarem a sua atividade. Quando as empresas têm maior liquidez esta necessidade deixa de ser tão urgente e por isso, as empresas apresentam menor rácio de endividamento. Por últimos temos a variável das taxas de juro, que se revelou significativa, ao contrário do que aconteceu nos restantes países analisados. Esta variável apresentou um coeficiente positivo, o que leva a concluir que as taxas de juro influenciam positivamente o endividamento das empresas, ou seja, quanto mais elevadas as taxas de juros, maior a tendência de as empresas aumentarem o seu passivo, já quando estas taxas de juro são mais baixas, o rácio de endividamento das empresas tende também a ser mais baixo.

Em jeito de conclusão desta análise por país e com base nestes resultados vemos que os fatores que influenciam a estrutura de capitais das empresas dos dois países ibéricos são semelhantes, tendo em conta que a única diferença apresentada pelos resultados obtidos é mesmo a dimensão, uma vez que, esta variável não se revelou significativa em Portugal, no entanto, mostrou-se negativamente significativa no modelo de regressão para Espanha. No que diz respeito à Península Escandinava, não é de todo possível afirmar que as empresas dos diferentes países desta região seguem a mesma linha comportamental, na medida em que, os resultados obtidos para a Noruega e Suécia são bastante distintos.

Olhando para os resultados numa perspetiva diferente, focando nos resultados de cada variável individualmente e comparando com aquilo que eram os resultados esperados de acordo com a revisão bibliográfica que foi desenvolvida, vemos que estes divergem em vários aspetos. Estes resultados reforçam ainda mais a incerteza que existe quanto aos fatores determinantes da estrutura de capitais das empresas, facto esse comprovado pelas diversas conclusões obtidas nas várias teorias financeiras existentes.

Tabela 12 - Relações esperadas e obtidas

Variável independente	Pais	Relação esperada	Relação obtida
Taxa efetiva de imposto	Portugal	Positiva	Inexistente
	Espanha		Inexistente
	Noruega		Negativa
	Suécia		Inexistente
Dimensão	Portugal	Positiva	Inexistente
	Espanha		Negativa
	Noruega		Inexistente
	Suécia		Negativa
Outros benefícios fiscais	Portugal	Negativa	Positiva
	Espanha		Positiva
	Noruega		Positiva
	Suécia		Negativa
Liquidez	Portugal	Negativa	Negativa
	Espanha		Negativa
	Noruega		Inexistente
	Suécia		Negativa
Efeito dos encargos financeiros	Portugal	Negativa	Inexistente
	Espanha		Inexistente
	Noruega		Inexistente
	Suécia		Inexistente
Taxa de juros	Portugal	Negativa	Inexistente
	Espanha		Inexistente
	Noruega		Inexistente
	Suécia		Positiva

Fonte: Elaboração própria

Começando pela análise da taxa efetiva de imposto vemos que esta variável não demonstrou relação com o rácio de endividamento na maioria dos países, à exceção da Suécia, em que se verificou uma relação negativa, o que contraria o resultado esperado, tendo por base a Teoria do Trade-Off. Esta teoria prevê que as empresas consigam obter vantagens ao aumentar o nível de endividamento, e por isso seria de esperar que quando a taxa efetiva de imposto aumentasse, o endividamento das empresas acompanhasse essa subida, contudo, isto não acontece. No entanto, este resultado permite reforçar aquilo que foi sugerido no estudo de Linda Paluan (2013), de que com taxas de imposto sobre os rendimentos coletivos menores, as empresas tendem a recorrer mais ao financiamento por capitais alheios.

No que diz respeito à dimensão, esta variável mostrou-se irrelevante para Portugal e Noruega e negativamente significativa para os modelos espanhóis e suecos contrariando assim a conclusão que se esperava, tendo em conta os resultados provenientes da investigação de Rajan & Zingales (1995), que sugerem a relação positiva entre a dimensão e o endividamento das empresas, pois segundo estes autores, as maiores empresas tendem a optar fontes de financiamento mais diversificadas.

Os benefícios fiscais não resultantes da dívida apresentaram uma relação com o rácio de endividamento maioritariamente positiva, como se pode ver pelos coeficientes positivos que esta variável apresentou nos modelos português, espanhol e norueguês. Os resultados deste modelo contrariam aquilo que é defendido pela teoria do Trade-Off, tendo em conta que, esta teoria afirma o impacto negativo destes 'outros benefícios fiscais', assumindo que estes acabam por ser substitutos dos benefícios fiscais resultantes do endividamento.

Ao nível da liquidez, os resultados obtidos confirmaram aquilo que se esperava, ou seja, a influência negativa que esta variável exerce sobre o endividamento das empresas. Esta hipótese foi verificada em Portugal, Espanha e Suécia confirmando assim a Teoria da Pecking Order, a qual defende que as empresas privilegiam o autofinanciamento ao financiamento e por isso empresas com maior liquidez tendem a reduzir o seu financiamento por capitais alheios.

Em relação ao efeito dos encargos financeiros, esperava-se uma relação negativa entre esta variável e o rácio de endividamento, no entanto, isso não verificou, tendo em conta que, esta variável não se revelou relevante para nenhum dos quatro países em análise neste estudo. Deste modo é possível afirmar que o efeito dos encargos financeiros não é um fator determinante para o rácio de endividamento das empresas do setor agroalimentar destes quatro países.

Por último, fazendo uma análise das taxas de juros, a conclusão esperada, baseada em Antoniou et al. (2002) não coincidiu com o resultado obtido, uma vez que, este estudo concluiu que com a subida das taxas de juro as empresas tendem a procurar reduzir o seu endividamento, evidenciando assim uma relação negativa entre estas duas variáveis, no entanto, não foi isso que se verificou. Os resultados deste estudo defendem que não há qualquer relação entre as taxas de juro e o endividamento das empresas portuguesas, espanholas e norueguesas. Já no caso da Suécia, este estudo sugere uma relação positiva entre as duas variáveis, o que vai ao encontro da conclusão retirada por Paluan (2013), de que o endividamento das empresas tende

a subir quando os custos financeiros dedutíveis fiscalmente, tais como os juros de financiamento, seguem também uma tendência crescente.

5. CONCLUSÕES

O presente estudo teve como objetivo testar parâmetros estatísticos para avaliar quais os fatores com maior preponderância na estrutura de capitais adotada pelas empresas, nomeadamente, qual a influência do efeito fiscal nas decisões empresariais cruzando os resultados obtidos com as principais teorias financeiras e estudos anteriores. Deste modo foi desenvolvido um modelo de regressão linear múltipla utilizando seis variáveis explicadas para explicar o rácio de endividamento das empresas. Essas variáveis foram a taxa efetiva de imposto, a dimensão, os benefícios fiscais não resultantes da dívida, a liquidez, o efeito dos encargos financeiros e as taxas juro. A amostra foi constituída por empresas do setor agroalimentar de Portugal, Espanha, Noruega, e Suécia entre os anos de 2016-2019.

Procurando aferir a existência ou não de uma regionalização dos comportamentos empresariais ao nível da sua estrutura de capitais, foi possível verificar que os fatores que influenciam a estrutura de capitais das empresas dos dois países ibéricos são semelhantes, tendo em conta que a única diferença apresentada pelos resultados obtidos é mesmo a dimensão, uma vez que, esta variável não se revelou significativa em Portugal, no entanto, mostrou-se negativamente significativa no modelo de regressão para Espanha. De resto, os modelos destes dois países revelaram em comum a significância da liquidez e dos outros benefícios fiscais e a irrelevância da taxa efetiva de imposto, do efeito dos encargos financeiros e das taxas de juro para a determinação do rácio de endividamento das empresas.

No que diz respeito à Península Escandinava, os resultados obtidos para a Noruega e Suécia são bastante diferentes, daí que não seja de todo possível afirmar que as empresas dos diferentes países desta região seguem a mesma linha comportamental. Esta constatação é comprovada pelo facto de os únicos pontos comuns existentes entre estes dois países terem sido a significância dos outros benefícios fiscais e a não significância do efeito dos encargos financeiros. Nas restantes variáveis, não existiu consenso nos resultados obtidos, uma vez que, a taxa efetiva de imposto se revelou significativa para a Noruega e irrelevante para a Suécia e as variáveis da dimensão, da liquidez e das taxas de juro mostraram-se significativas para o modelo sueco, o que não aconteceu no modelo norueguês.

Numa perspetiva de análise da significância ou não de cada variável para o rácio de endividamento das empresas, foi possível verificar que apenas os resultados de duas variáveis foram consensuais entre os modelos dos quatro países em estudo. Esses resultados foram a

significância variável respeitantes aos outros benefícios fiscais e a não significância do efeito dos encargos financeiros sobre a variável explicada. Vale a pena ainda realçar a liquidez que se mostrou significativa em quase todos os modelos, à exceção do modelo norueguês, demonstrando a relevância que exerce sobre o rácio de endividamento. As restantes variáveis independentes (taxa efetiva de imposto, dimensão e taxas de juro) revelaram-se significativas apenas no modelo de um ou dois, não permitindo assim, afirmar a influência que exercem sobre a estrutura de capitais das empresas observadas.

Com esta dissertação, ficou mais uma vez presente que, apesar da estrutura de capitais das empresas ser uma temática bastante desenvolvida no panorama financeiro, ainda não existem grandes respostas às questões que rodeiam esta vertente das finanças empresariais. Isto porque, os resultados obtidos nos diversos estudos sobre os fatores que interferem nas fontes de financiamento a que as empresas recorrem são condicionados pela metodologia utilizada em cada pesquisa. Mais uma vez isso foi verificado, tendo em conta que os resultados obtidos foram particularmente diferentes daquilo que se podia esperar olhando para a revisão bibliográfica elaborada.

Limitações da pesquisa e propostas de investigação futura

As limitações e dificuldades da pesquisa e as sugestões e propostas para estudos futuros acabam por ser bastante semelhantes, na medida em que, o reconhecimento das limitações do estudo poderá servir como contributo para futuras investigações.

Este estudo limita-se a analisar um pequeno conjunto variáveis selecionadas e a influência das mesmas sobre a variável explicada (o rácio de endividamento), o que sugere a existência de muitas outras condicionantes que interferem na estrutura de capitais das empresas. Entre estas variáveis, podem existir fatores comportamentais específicos dos gestores, desenvolvimento do mercado de capitais, o grau de desenvolvimento tecnológico da empresa, questões políticas, entre muitas outras.

Uma das recomendações de pesquisa é distinguir os financiamentos a curto prazo dos financiamentos a longo prazo, comparando posteriormente os resultados obtidos com outros resultados que incluam esta distinção da natureza dos financiamentos, de modo a reforçar as conclusões de pesquisa e auxiliar na explicação de possíveis pontos que não tenham ficado totalmente esclarecidos.

O sector de atividade investigado é também um importante fator a ter em conta, uma vez que, não é líquido que os resultados obtidos neste estudo, em que foi utilizada uma amostra de empresas do setor agroalimentar, sejam replicados noutros setores, até porque, cada setor tem as suas especificidades e singularidades e daí que seja bastante pertinente comparar os resultados deste estudo com resultados obtidos noutros setores, nomeadamente, da indústria.

Por fim, penso que o período temporal seja também um fator importante a ter em conta em estudos futuros, na medida em que, este estudo analisou o período compreendido entre 2016 e 2019, ou seja, o período exatamente anterior à pandemia da Covid-19. Esta pandemia, como é conhecido, tem tido impacto colossal em todo o mundo e o contexto empresarial não é exceção. Deste modo, penso que seria bastante interessante fazer uma análise semelhante àquela que foi feita neste estudo, mas para o período durante e pós pandemia, de forma a conseguir perceber melhor como esta pandemia alterou o comportamento das empresas, nomeadamente, ao nível da sua estrutura de capitais e a forma como as políticas governamentais de cada país de apoio à retoma das empresas condicionam esse mesmo comportamento empresarial.

BIBLIOGRAFIA

- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. N. (2002). Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries. In *SSRN Electronic Journal* (Vol. 1). <https://doi.org/10.2139/ssrn.302833>
- Baharipour, A., Mohammadi, S., & Salehi, A. K. (2016). The Impact of Institutional Ownership on The Relationship between Tax and Capital Structure. *Advances in Mathematical Finance & Application*, 1(2), 57–67.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1–32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- Belletante, B., & Levratto, N. (1995). Finance et PME: quels champs pour quels enjeux? *Revue Internationale P.M.E.*, 8(3–4), 5–42. <https://doi.org/10.7202/1008357ar>
- Cabaço, D. (2010). *A Estrutura de Capitais das Pequenas e Médias Empresas em Portugal e Espanha*. Universidade de Évora.
- Capela, P. M. P. (2019). *Estrutura de Capitais - Quais os fatores determinantes que influenciam a Estrutura de Capital das empresas que compõem o Euronext?*
- Chen, L. H., Lensink, R., & Sterken, E. (1998). The Determinants of Capital Structure : Evidence from Dutch Panel Data. *European Economic Annual Congress*, 7(8), 33.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3–29.
- Durand, D. (1952). Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. In *Conference on Research in Business Finance*.
- Dwenger, N., & Steiner, V. (2009). Financial leverage and corporate taxation: Evidence from German corporate tax return data. In *arqus Discussion Paper* (Vol. 61). <https://doi.org/10.1007/s10797-012-9259-3>
- Fávero, L., & Paulo, L. (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *BBR: Brazilian Business Review*, 10(1), 131–156.
- Ferreira, L. R. C. (2019). *O impacto do efeito fiscal da tributação do lucro na rentabilidade dos capitais próprios* (Instituto Politécnico de Bragança). Instituto Politécnico de Bragança. https://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/21037/1/Ferreira_Liliana.pdf
- Gupta, S., & Newberry, K. (1997). Determinants of the Variability in Corporate Effective Tax Rates: Evidence from Longitudinal Data. *Journal of Accounting and Public Policy*, 1(16), 1–34. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X5004S4007>

- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Herdeiro, I. (2019). *Os determinantes da estrutura de capital no setor da hotelaria em Portugal* (Instituto Politécnico de Bragança). Instituto Politécnico de Bragança. Retrieved from http://www.scielo.mec.pt/scielo.php?script=sci_abstract&pid=S1645-44642010000100004&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt%5Cnhttp://www.scielo.gpeari.mctes.pt/scielo.php?pid=S1645-44642010000100004&script=sci_arttext
- Hoang, T. T. (2019). *Determinants of Capital Structure in Nordic Countries* (Aalto University School of Business). Aalto University School of Business. Retrieved from <https://aalto.aalto.fi/handle/123456789/38190>
- 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. <https://doi.org/10.1177/0018726718812602>
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371–387.
- Majluf, N. S., & Myers, S. C. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. In *NBER WORKING PAPER SERIES* (Vol. 1396). [https://doi.org/10.1016/S0040-4039\(00\)91429-1](https://doi.org/10.1016/S0040-4039(00)91429-1)
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and theory of investment. *Journal of Craniomandibular Disorders : Facial & Oral Pain*, 5(1), 19–27.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443. <https://doi.org/10.2307/1809167>
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. In *Journal of Finance* (Vol. 39). <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102. <https://doi.org/10.1017/9781316105795.005>
- Paluan, L. (2013). *La struttura finanziaria delle società italiane quotate : come la variabile fiscale impatta sull ' ammontare di debito bancario detenuto* (Università Ca' Foscari Venezia). Università Ca' Foscari Venezia. Retrieved from <http://dspace.unive.it/bitstream/handle/10579/4203/821860-1174332.pdf;sequence=2>
- Peixoto, A. (2017). *A Estrutura de Capital da Indústria Hoteleira Em Portugal: Hotéis De 4 E 5 Estrelas* (Instituto Politécnico de Lisboa). Instituto Politécnico de Lisboa. Retrieved from https://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/7236/1/Ana_Filipa_Santos_Peixoto.pdf

- Pestana, L. D. J. (2017). *Estrutura de Capitais nas Empresas Familiares Estrutura de Capitais nas Empresas Familiares* (Instituto Politécnico do Porto). Instituto Politécnico do Porto. Retrieved from https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/11259/1/luciana_pestana_MCF_2017.pdf (1).pdf
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Rogão, M. (2006). *Determinantes da estrutura de capitais das empresas cotadas portuguesas: evidência empírica usando modelos de dados em painel* (Universidade da Beira Interior). Universidade da Beira Interior. Retrieved from <https://bibliotecadigital.ipb.pt/handle/10198/1570>
- Rogão, M. (2013). *Influência das Características Específicas e do Sistema Financeiro dos Países na Estrutura de Capitais das Empresas* (Universidade da Beira Interior). Universidade da Beira Interior. Retrieved from https://ubibliorum.ubi.pt/bitstream/10400.6/2624/1/TESE_UBI_2013.pdf
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- Rudström, S. L., & Storlöpare, M. (2019). *Capital Structure Determinants in Large Real Estate Firms* (Umeå University). Umeå University. Retrieved from <https://www.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2%3A1324350&dswid=-222>
- Santos, L. (2016). *A Fiscalidade e o Endividamento das Empresas em Portugal* (Instituto Politécnico de Coimbra). Instituto Politécnico de Coimbra. <https://doi.org/10.14392/asaa.2019120309>
- Song, H.-S. (2005). Capital structure determinants: An empirical study in Taiwan. In *Electronic Working Paper Series* (Vol. 25). <https://doi.org/10.5897/ajbm10.1334>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.1055/s-2004-820924>
- Wu, L., & Yue, H. (2009). Corporate tax, capital structure, and the accessibility of bank loans: Evidence from China. *Journal of Banking and Finance*, 33(1), 30–38. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.10.030>

Páginas da Internet

Investing - <https://pt.investing.com> > (consultado a 20 de abril de 2021)

