

ESTRUTURA DE CAPITAL

– ABORDAGEM A TEORIAS E VARIÁVEIS EXPLICATIVAS

*Raquel Marques Gomes**
*Adalmiro Andrade Pereira***

1. ESTRUTURA DE CAPITAL

De acordo com Irving Fisher a empresa tem como objetivo financeiro a maximização da riqueza dos acionistas, sendo equivalente à maximização do valor de mercado da empresa.

Consequentemente as tomadas de decisão sobre financiamento tornam-se bastante relevantes uma vez que a escolha de uma combinação ótima na carteira de capitais que simultaneamente maximize o valor da empresa e minimize o custo do capital se torna o objetivo principal da empresa, ou seja a otimização da estrutura de capital.

1.1. CONCEITOS E DEFINIÇÕES

A Estrutura de Capital pode ser definida como sendo a composição de uma carteira composta por todos os valores mobiliários da empresa – dívida e capital próprio. A consideração dos diferentes títulos emitidos pela empresa no seu valor global, dá-se o nome de Estrutura de Capital.

Segundo Schoroeder, Clark e Cathey (2005), a EC é entendida como o efeito de uma combinação entre o capital de terceiros e o capital próprio de uma empresa. Os autores acrescentam ainda que, ao longo dos anos, tem-se debatido consideravelmente se o custo de capital de uma firma varia conforme a composição da sua estrutura de capital.

* Mestre em Finanças ISCAP; gomes-raquel@live.com.pt

** Mestre em Finanças; Docente ISCAP; adalmiro@iscap.ipp.pt

Pode-se dizer ainda que a Estrutura de Capital é a composição do exigível a longo prazo e específicos passivos de curto prazo, os quais compõem os fundos com que uma empresa de negócios financia suas operações e seu crescimento.

Podemos afirmar que os acionistas devem escolher a EC que maximiza o valor da entidade. No entanto, são vários os fatores que determinam esta escolha, devido a todo o meio envolvente e às suas influências sobre a empresa.

Existem bastantes estudos, sobre a Estrutura de Capital, bem como diversas teorias sobre os seus determinantes e a sua influência no financiamento das empresas, as quais serão identificadas de seguida. A primeira teoria surgiu com Modigliani e Miller em 1958, com o Modelo da Irrelevância da Estrutura de Capitais. Posteriormente surgiram os Modelos de *Trade Off* e os Modelos baseados nas Assimetrias de Informação.

2. AS DIFERENTES TEORIAS

O artigo primitivo de Modigliani e Miller (1958), posteriormente designados MM, deu origem a uma vasta literatura assente no estudo de modelos teóricos e empíricos a fim de conseguir obter quais os determinantes da estrutura de capitais das empresas.

Nos últimos 50 anos as investigações em torno da estrutura de capital são cada vez mais frequentes tendo como objetivo superar os modelos teóricos inerentes ao modelo de MM (1958). Estas começaram a dividir-se em duas correntes teóricas bastante competitivas entre si, sendo elas a teoria de *Pecking Order* e a teoria de *Trade-Off*.

Efetivamente existem outras teorias, embora menos predominantes e competitivas entre si, as quais serão também abordadas de seguida.

2.1. MODELO DE MODIGLIANI E MILLER

Os estudos apresentados por Modigliani e Miller (1958, 1963), representam uma importante referência para a moderna teoria financeira e, de acordo com Gama (2000, p.15), “segundo Weston (1989), o seu efeito sobre a teoria financeira é comparável ao impacto da Teoria Geral de Keynes sobre a macroeconomia.”

Efetivamente, surgem com o primeiro artigo, intitulado “*The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*” (1958). Deste trabalho surge a Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capitais num mercado de capitais perfeito, a qual veio pôr em causa os pensamentos vigorantes até então.

Esta teoria demonstra que a estrutura de capital escolhida não afeta o valor da empresa, admitindo, a condição de mercado perfeito, sendo apresentadas as características seguintes:

- os investidores e as empresas podem transacionar os mesmos valores mobiliários a preços de mercado competitivos iguais ao valor atual dos seus cash flows futuros;
- não há impostos, nem custos de emissão ou de transação associados à negociação de valores mobiliários;
- as decisões financeiras de uma empresa não alteram os fluxos de caixa gerados pelos investimentos, nem revelam novas informações sobre eles [inexistência de assimetria de informação].

Assumindo o ambiente descrito, as vantagens e desvantagens associadas ao uso da dívida desaparecem. Como vantagens apresentam-se a dedução dos juros no cálculo dos lucros tributáveis, a imposição de uma determinada disciplina sobre os gestores da empresa, e ainda que a remuneração dos credores seria efetuada sobre uma quantidade determinada não relacionada ao desempenho da empresa, pelo que altos lucros não seriam distribuídos por estes. No que diz respeito às desvantagens, estas estão relacionadas com os custos impostos às empresas, nomeadamente a maior probabilidade de risco consequente do aumento da dívida utilizada, e também a mais elevada taxa de juro que será cobrada em casos de obtenção de novos empréstimos, chegando ao ponto em que esta é tão alta que vai anular o benefício fiscal anteriormente referido.

Deste modo, deixa assim de existir uma estrutura de capital ótima, uma vez que nenhuma delas iria maximizar o valor da empresa comparativamente a qualquer outra estrutura diferente, pelo que o financiamento a que a empresa recorra será irrelevante. Deste modo, MM apresentam duas proposições que contribuem para avaliar as entidades com diferentes estruturas de capital, as quais serão descritas de seguida.

2.1.1. A Proposição I de MM

A Proposição I diz-nos que, num mercado de capitais perfeito, o valor de uma empresa é independente da sua estrutura de capital. De acordo com os autores uma mudança na estrutura de capital apenas alteraria a forma como os seus ativos são financiados, permanecendo o seu valor sem qualquer modificação. Seguindo o raciocínio desta proposição, uma empresa que emittisse dívida iria alterar a sua estrutura de capital, mas o seu valor manter-se-

-ia inalterado, pois os autores defendem que o valor de mercado dos ativos é igual ao valor de mercado dos passivos.

De acordo com Modigliani e Miller (1958, p.268) “o valor de mercado de alguma empresa é independente da sua estrutura de capital, e é dado pela capitalização do seu retorno esperado com a taxa apropriada para a sua classe de risco”. Efetivamente, podemos descrever a Proposição I da seguinte forma:

$$V_U = V_L \quad [1]$$

Onde:

V_U – Valor da empresa sem dívida (empresa composta apenas por equivalências patrimoniais)

V_L – Valor da empresa alavancada (empresa composta por dívida e capital próprio)

Em concordância com Brealey e Myers (1998) a irrelevância da estrutura de capital de uma empresa deriva da aplicação da lei de conservação do valor, a qual defende que o valor de dois ativos combinados é idêntica à soma dos seus valores atuais considerados separadamente, mantendo-se assim o valor do ativo, à parte dos direitos que sobre ele incidem.

Posteriormente Famá e Grava (2000, p.29) afirmam que o comportamento da entidade não é influenciado pelo financiamento da mesma pois “assim, como a receita, outros componentes do resultado da empresa, apresentam um comportamento independente do seu financiamento. Se o comportamento dos ativos não muda, o seu valor não deve mudar.”

Em suma, esta proposição apresentada por MM declara que para além de não haver uma estrutura de capital ótima não existe um custo de capital mínimo, já que este não sofre alterações com o grau de alavancagem da empresa.

2.1.2. A Proposição II de MM

Na Proposição II deparamo-nos com o custo dos capitais próprios com dívida, sendo que o aumento do endividamento aumenta o risco financeiro, o que desencadeia um maior retorno exigido por parte dos acionistas de forma a fazer face ao risco assumido pelos investidores.

De acordo com Modigliani e Miller (1958) o custo da dívida é mais baixo que o custo do capital próprio embora ambos aumentem com o crescimento da alavancagem da empresa. Efetivamente ambos os efeitos serão compensados quando existe uma substituição de capital próprio (maior custo) por dívida (menor custo), não causando assim nenhuma alteração no custo do capital da entidade.

Assim, a decisão sobre a estrutura de capitais é irrelevante na medida em que apenas determina a parte que cabe aos acionistas e a parte que cabe aos credores, sendo que a soma das partes é sempre idêntica.

Matematicamente, a Proposição II é-nos dada através da equação seguinte:

$$R_{CP} = R_A + (R_A - R_{CA}) \frac{CA}{CP} \quad (2)$$

Onde:

R_{CP} = Custo do Capital Próprio

R_A = Custo de Capital de uma empresa não endividada

R_{CA} = Custo de Capital Alheio

CA = Valor de mercado do Capital Alheio

CP = Valor de mercado do Capital Próprio

2.2. A VISÃO TRADICIONAL

A teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital cedo começou a ser contestada por parte de diversos autores que defendiam uma visão mais tradicional. De acordo com Gama [2000] os seguidores desta teoria fundamentam-na através da simplicidade dos pressupostos apresentados por MM.

A teoria defendida por MM apenas é válida num ambiente de mercado de capitais perfeitos, o qual não se verifica no mercado real, em que existem diversos fatores que vão contra essa perfeição, tais como a existência de impostos, a assimetria de informação, o efeito de sinalização e também os custos de agência.

Os tradicionalistas defendem que é possível encontrar uma estrutura de capital ótima a qual seria obtida através de uma proporcional combinação do capital próprio e da alavancagem da empresa. Como forma de argumentação, os defensores desta teoria, apoiam-se no Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), afirmando que a sua minimização dar-nos-ia a estrutura ótima de capital. O CMPC, de acordo com Brealey e Myers [1992], é-nos dado através da seguinte equação:

$$r_a = r_d \cdot \frac{D}{V} + (r_e \cdot \frac{E}{V}) \quad (3)$$

Onde,

r_a = rendibilidade esperada dos ativos

r_d = rendibilidade esperada da dívida

r_e = rendibilidade esperada dos capitais próprios

$\frac{D}{V}$ = proporção da dívida sobre o valor total do financiamento

$\frac{E}{V}$ = proporção dos capitais próprios sobre o valor total do financiamento

$V = E + D$

Segundo Gitman (2003) o CMPC resulta da combinação do custo médio ponderado do capital próprio e do capital alheio da empresa. Efetivamente, uma empresa que sem dívida, ou seja, financiada por capital próprio a 100%, irá diminuir o CMPC à medida que for substituindo o capital próprio por capital alheio, já que o custo do capital alheio é menor, em consequência da possibilidade de dedução dos juros para efeitos fiscais. Gitman (2003, p. 442) salienta ainda que *“minimizar o custo médio ponderado de capital permite à administração assumir um número maior de projetos rentáveis e, desse modo, aumentar o valor da empresa”*. No entanto esta proposição não pode ser seguida à regra uma vez que existem riscos associados ao uso da dívida, pelo que os tradicionalistas defendem que o grau de alavancagem financeira deve ser moderado.

Ainda sobre a visão tradicional Gama (2000, p. 34) conclui que *“contrariamente ao defendido por MM, que existe uma estrutura de capital ótima que permite maximizar o valor da empresa, e que se determina conjugando o endividamento com o efeito financeiro de alavanca, ou de outro modo, a estrutura financeira ótima é aquela que minimiza o custo médio ponderado de capital maximizando o valor da empresa”*.

2.3. MODIGLIANI E MILLER E A INCIDÊNCIA SOBRE IMPOSTOS

Após as diversas críticas ao primeiro artigo *“The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment”*, MM sentem a necessidade de elaborar um novo, a fim de retificarem e adaptarem as proposições à realidade, o qual ficou intitulado como *“Corporate Income Taxes and the Cost of the Capital: A Correction”*.

Efetivamente, Modigliani e Miller (1963) reconhecem que cometeram um erro ao não considerar o efeito da fiscalidade, uma vez que a dedução fiscal obtida com os juros está dependente do quanto endividada a empresa está. Deste modo reconhecemos que o capital alheio apresenta uma vantagem fiscal face ao capital próprio, visto os dividendos não serem aceites fiscalmente como um custo, ao contrário dos juros.

Apresentados estes argumentos em causa e mantendo os restantes pressupostos apresentados no artigo anterior, incentivam-se as empresas a recorrer ao endividamento, o que sugere que a estrutura ótima de capital seja 100% de endividamento, o que seria impensável no mundo real, uma vez que o risco subjacente seria extremamente elevado. Assim, Modigliani e Miller (1963) defendem que, apesar dos benefícios fiscais que a empresa obtém ao endividar-se,

não deve recorrer à dívida a 100%, devendo estas obedecer a limites de endividamento, uma vez que o excesso de dívida pode aumentar as possibilidades de falência caso os fluxos de caixa sejam insuficientes para cobrir as despesas.

Consequentemente, novos autores, surgem com o novo estudo em que os custos de falência são adicionados ao modelo de MM, criando a possibilidade de se conseguir calcular qual a estrutura ótica de capital para a empresa, passando a ser chamado mas tarde como a teoria de *Trade-Off*.

2.4. TEORIA DE TRADE-OFF

A teoria de *Trade-Off* assenta no parecer de que, se por um lado o endividamento traz vantagens para a empresa em consequência do benefício fiscal, por outro lado traz também custos relacionados com a denominada falência da empresa¹. Efetivamente, à medida que o grau de endividamento da empresa aumenta, a sua probabilidade de falência também aumenta.

Como já referenciado os estudos de MM mencionavam com mais ênfase as vantagens do uso da dívida, nomeadamente via o benefício fiscal, não dando a devida importância às obrigações agregadas ao endividamento, como é o caso do pagamento de juros. Deste modo vários outros autores dedicaram estudos a esta problemática. Assim, Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p.344), afirmam que *“Se essas obrigações não forem cumpridas, a empresa poderá correr o risco de alguma espécie de dificuldade financeira. A dificuldade extrema é a falência, na qual a propriedade dos ativos da empresa é legalmente transferida dos acionistas para os credores”*.

No que diz respeito aos referidos custos de falência, estes podem ser classificados em dois tipos, nomeadamente os custos diretos e os indiretos:

- os custos diretos agregam, por exemplo, os gastos legais e administrativos da empresa, tais como honorários de advogados, auditores e peritos que intervêm no processo de falência, assim como os gastos legais consequentes, e ainda o valor do tempo despendido pelos gestores para administrar a falência;
- os custos indiretos incluem as vendas perdidas, lucros perdidos e incapacidade de crédito.

¹ Falência da empresa verifica-se quando esta não consegue fazer face aos seus compromissos, ou quando o faz fora do prazo estabelecido, pelo facto de não possuir capital mínimo para cumprir com as suas obrigações.

Os custos de falência da empresa afetam não só a empresa em si, como todo o ambiente que a rodeia, nomeadamente os fornecedores, os clientes, os credores, os trabalhadores e os *stakeholders*. Efetivamente nenhum destes grupos terá interesse em estabelecer e/ou manter relações com uma empresa que se encontre em processo de falência, na medida em que estes custos lhes são transferidos pela empresa. Deste modo os fornecedores poderão deixar de fornecer os respetivos produtos e/ou serviços um vez que o acordo de pagamento estabelecido não está a ser cumprido. Já os clientes irão preocupar-se com a qualidade que os produtos e serviços prestados pela empresa passarão a apresentar face às dificuldades que a mesma atravessa. No que diz respeito aos credores, estes passarão a exigir garantias mais elevadas na concessão de crédito ou até mesmo deixarem de o conceder. Quanto aos trabalhadores da empresa poderão não ser remunerados pelo trabalho desenvolvido para a empresa, podendo deste modo falhar outros compromissos com outras entidades.

Quando se fala de *Trade-Off* está a referir-se uma troca entre risco e rentabilidade a fim de obter a estrutura de capital ótima. Deste modo o uso da dívida aumenta o grau de risco do fluxo de lucros da empresa sendo que, no entanto, um grau de endividamento maior origina uma taxa de retorno mais elevada. Deste modo pode-se afirmar que os custos de falência são limitadores ao endividamento, enquanto que os benefícios fiscais incentivam ao uso de capital alheio na estrutura de capital. Consequentemente, será o equilíbrio entre estas duas forças que determinará o valor da empresa.

Ao referirem-se à teoria de *Trade-Off*, Brigham e Houston (1999) indicam que existe um nível de endividamento na empresa em que a probabilidade de falência se torna irrelevante. No entanto, como já referenciado anteriormente, o aumento da dívida torna os custos relacionados com a falência preocupantes, em detrimento da redução dos benefícios fiscais.

Efetivamente o uso excessivo da dívida origina um aumento do risco de uma redução no valor da empresa, na medida em que a estrutura ótima de capital se obtém quando os benefícios fiscais igualam os custos relacionados com a falência. Consequentemente, o aumento do endividamento levará à diminuição do valor da empresa.

2.5. TEORIA DO CUSTO DA AGÊNCIA

O ambiente que rodeia as empresas, devido à sua complexidade e aos múltiplos interesses parte dos diversos intervenientes, tais como gestores,

acionistas, credores e outros, origina conflitos entre estes os quais podem influenciar o bom funcionamento da própria empresa, bem como o seu valor.

Efetivamente começaram a surgir novos estudos por parte de diversos autores dando assim origem a uma nova teoria acerca da estrutura de capital intitulada como a Teoria do Custo da Agência, a qual assenta nos interesses conflituosos entre os gestores e os acionistas ou credores, e tendo como objetivo a eliminação dos consequentes custos, designados custos de agência.

Jensen e Meckling (1976) foram os primeiros a estudar a teoria da agência. De acordo com Kayo e Famá (1977, p.2), os autores no seu artigo pioneiro *“procuram dar um novo enfoque aos estudos existentes até então sobre relacionamentos de agência, acrescentam alguns aspetos comportamentais relacionados à administração e oferecem uma nova visão sobre a estrutura de capital a que chamam de teoria de estrutura da propriedade (ownership structure). Segundo essa teoria, as decisões de financiamento são afetadas pela fração de propriedade nas mãos dos insiders (gestores da empresa) e outsiders (investidores que não fazem parte da gerência da empresa).”*

Na linha de pensamento de Jensen e Meckling (1976) a relação que existe entre uma ou mais pessoas (o principal) e a pessoa que este contrata para lhe prestar um serviço (o agente), pode ser denominada como relação de agência, visto envolver a delegação de algum poder de decisão do principal para o agente.²

Efetivamente, quando se verifica uma relação de agência *“ambas as partes são maximizadoras da utilidade, então existem boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá no interesse do principal”* afirmam Jensen e Meckling (1976, p.308), o que poderá levar aos anteriormente mencionados conflitos de interesse. Podemos no entanto observar duas situações nomeadamente aquela em que o principal age de forma a impedir o agente de se afastar dos seus interesses, e aquela em que o agente atua de forma a comprometer as suas atitudes com os interesses do principal. Os autores concluíram que os verdadeiros problemas de agência emergem quando o agente atua primordialmente em seu benefício, isto é, age sem respeitar os compromissos que assumiu com o principal, originando conflitos entre ambos devido à quebra de contractos. É pois, a fim de eliminar estes desacordos que surgem os já referidos custos de agência.

Para evitar os referidos conflitos ambas as partes podem preservar os seus interesses. O principal pode aplicar procedimentos de vigilância sobre os seus

² De acordo com Jensen e Meckling (1976) o principal representa os acionistas da empresa, enquanto os agentes são os gestores da mesma.

agentes e ainda realizar contractos com eles nos quais estabeleça incentivos a fim de salvaguardar os seus interesses. No que diz respeito ao agente este pode recorrer aos chamados gastos de recurso (*bonding costs*), nomeadamente a execução de relatórios e planeamentos. Os autores da teoria referem ainda que as perdas que decorrem da perda de riqueza dos proprietários são também consideradas um custo de agência, classificando-as como um custo residual.

Deste modo, e seguindo a linha de pensamento de Jensen e Meckling (1976) o custo de agência é obtido através da soma de:

- custos com procedimentos de vigilância pelo principal aos agentes;
- gastos na criação de contractos entre ambas as partes;
- gastos de recurso (*Bonding costs*) realizados pelo agente;
- perdas residuais, originadas pelas divergências entre as decisões que maximizariam a riqueza do principal e as tomadas pelo agente.

2.6. ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO

Em concordância com Harris e Raviv (1991), a assimetria de informação está presente quando os gestores das empresas (*insiders*) detêm informações operacionais e determinadas características das empresas que os investidores (*outsiders*) não possuem. Isto é, os gestores possuem um conhecimento privilegiado acerca da empresa em que desempenham funções, do que os investidores das mesmas, sendo a estrutura ótima de capital, de uma forma teórica, transmitida aos investidores através dos gestores. Tais conhecimentos são por exemplo os retornos previstos, os riscos envolvidos, as oportunidades de investimento e as decisões operacionais.

Um dos primeiros autores a ter em conta a informação privilegiada nas decisões de financiamento foi Ross (1977). O autor sugere uma adaptação à anterior Teoria de MM, de forma a esta contemplar a estrutura de capital das empresas num mundo real, já que os autores consideravam um mercado com total informação sobre as atividades das empresas. De acordo com Ross (1977) os gestores possuem as informações sobre as empresas e através de um programa de incentivos sinalizam as informações acerca da estrutura financeira da empresa para o mercado.

Os gestores transmitem as informações através da emissão de dívida, sendo esta considerada como um sinal, e certificando que se prevê um futuro positivo para a empresa. Esta transmissão de informação basear-se-ia no profissionalismo dos gestores acerca da tomada de decisões na empresa, rece-

bendo incentivos pela correta sinalização e sofrendo penalizações em caso de informação enganadora.

Myers e Majluf (1984), de acordo com Fama e French (2000), no seu estudo acerca de assimetria de informação demonstraram que os gestores usam as informações que possuem a fim de evitar emitir ações para o financiamento de novos projetos, em consequência à subavaliação imposta pelo mercado.

Efetivamente os gestores antecipam os valores subtraídos, e caso a subavaliação seja superior ao valor presente líquido de um projeto, pode renuncia-lo mesmo sendo este considerado lucrativo. Deste modo, os gestores preferem financiar os projetos com lucros retidos, os quais não envolvem problemas de assimetria de informação, a fim de evitarem que estes sejam renunciados.

Deste modo surge a Teoria dos Sinais, defendida por Ross (1977) e Leland e Pyle (1977), na qual o valor dos títulos emitidos pelas empresas, depende da interpretação feita pelo mercado aos sinais emitidos das decisões financeiras, sendo que estas evidenciam os rendimentos futuros da empresa.

2.7. TEORIA DA HIERARQUIZAÇÃO DAS FONTES DE CAPITAL (PECKING ORDER THEORY)

A teoria *Pecking Order*³ foi mencionada primordialmente por Myers (1984) e também por Myers e Majluf (1984). De acordo com esta teoria as empresas obedecem a uma ordem hierárquica de financiamento. Em primeiro lugar está o recurso a fontes internas (autofinanciamento) e, apenas quando estas não satisfizerem as necessidades de financiamento, a empresa recorrerá a fontes externas, ficando em último lugar a hipótese de emitir ações. Myers (1984) evidencia que os gestores não se sentem à vontade com o financiamento através de fontes externas via mercados de capitais, possivelmente porque a emissão de ações irá sujeitar a empresa a uma nova avaliação do mercado e consequentemente a uma subavaliação das ações.

A teoria apresentada justifica-se essencialmente pela assimetria de informação que existe entre gestores e investidores externos. Com o obje-

³ Segundo Longman (2002) *Pecking Order* é um termo que descreve a situação onde, numa ordem social de um grupo particular, os membros do grupo sabem quem é mais e menos importante, e quem é menos importante do que eles próprios.

tivo de não transmitirem para o mercado sinais relativos ao valor dos ativos bem como às oportunidades de investimento da empresa, os responsáveis pela empresa mostram preferência ao autofinanciamento, seguido do uso de capital alheio e só depois à emissão de novas ações, tal como mencionado anteriormente.

Face à assimetria de informação e a sua influência na decisão do meio de financiamento a que recorrer, nomeadamente interno ou externo, surge a necessidade de hierarquizar as escolhas a adotar. Efetivamente, nesta teoria não existe assim uma estrutura ótima de capital, mas sim duas fontes de capital como já referidas, uma situada no topo da hierarquia e a outra na base.

Resumindo, e de acordo com Myers (1984) e Brealey e Myers (1998), podemos afirmar o seguinte, no que diz respeito à hierarquização das escolhas de financiamento:

- O autofinanciamento é o recurso primordial.
- Os gestores direcionam as suas metas referentes aos índices de distribuição de dividendos para as oportunidades de investimento, enquanto tentam também evitar alterações repentinas nos dividendos.
- Alterações nos fundos gerados internamente surgem, em consequência tanto de políticas de dividendos como de variações não previstas quer a nível de resultados quer ao nível do endividamento, as quais podem ser superiores ou inferiores às necessidades de investimento. Quando forem superiores a empresa irá amortizar a dívida ou investir em valores mobiliários negociáveis ou, contrariamente, recorrerá ao saldo de tesouraria ou venda da sua carteira de valores mobiliários negociáveis em casos de variações inferiores.
- Por fim, em caso de necessidade, a empresa recorrerá ao financiamento externo, começando pela dívida, passando pela possível emissão de títulos híbridos, e por fim a emissão de ações.

Seguindo o pensamento de Weston e Bringham (2000), a teoria da hierarquização das fontes de financiamento defende que em períodos normais, as empresas devem utilizar menos dívida do que o sugerido pela teoria que tem por base o benefício fiscal do endividamento.

Efetivamente, nesta teoria não se dá a importância aos benefícios fiscais que a teoria de *Trade-Off* dá, isto na medida em que quando se verifica um desequilíbrio entre as oportunidades de investimento efetivas e os fundos gerados internamente os índices de endividamento costumam sofrer altera-

ções. Assim, as empresas que apresentam escassas oportunidades de investimento, embora rentáveis, têm tendência a apresentar um nível de endividamento baixo, enquanto que as empresas cujas oportunidades de investimento ultrapassam os fundos gerados internamente tendem a possuir um elevado índice de endividamento.

Posto isto, e tal como já mencionado anteriormente, podemos reforçar que, em períodos normais, as empresas deveriam ter uma reserva de tesouraria, para o caso de surgir uma oportunidade de investimento bastante boa e aprazível.

Assente ainda na teoria da hierarquização das fontes de financiamento está o facto de as empresas que apresentam uma melhor capacidade em gerar bons resultados possuírem um baixo nível de capital alheio, não por fazer parte da sua política de endividamento mas porque possuem uma boa capacidade de endividamento, não necessitando assim de recorrer a fontes externas. Contrariamente, as empresas que tendem a emitir mais dívida são aquelas cuja capacidade de autofinanciamento é insuficiente pelo facto de apresentarem baixos lucros.

Concluindo, esta teoria as empresas dão preferência ao autofinanciamento para financiar os seus investimentos, principalmente através dos fundos gerados internamente isto é, dos lucros retidos. Só depois recorrem então ao endividamento e por último à emissão de novas ações. Houve ainda certos estudos que mostraram que existe um relacionamento negativo entre o endividamento da empresa e a sua rentabilidade, como é o caso de Harris e Raviv (1991) e também de Rajan e Zingales (1995).

BIBLIOGRAFIA

- Brealey, R. A.; Myers S. C. (1992). *Princípios de Finanças Empresarias* (3.ª Edição). Portugal: McGraw-Hill de Portugal, Lda.
- Brealey, R. A. e Myers, S. C. (1998). *Princípios de Finanças Empresariais* (5.ª Edição). McGraw-Hill de Portugal, Lda.
- Brigham, E. F. e Houston, J. F. (1999). *Fundamentos da Moderna Administração Financeira*, São Paulo, Campus.
- Famá, R.; Grava, J. W. (2000). Teoria da estrutura de capital – As discussões persistem. *Caderno de Pesquisa em Administração*, São Paulo, 1, n.º 11, 27-34, 1.º Trimestre.
- Gama, A. P. B. M. (2000). Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas, *Associação da Bolsa de Derivados do Porto*, Porto.

- Gitman, L. J. [2003] *Princípios de Administração Financeira*, Prentice-Hall, 10.ª Edição, São Paulo.
- Harris, M. e Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, n.º 1, 297-355.
- Jensen, M. e Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kayo, E. K., Famá, R. (1997). Teoria de Agência e Crescimento: Evidências empíricas dos Efeitos Positivos e Negativos do Endividamento, *Caderno de Pesquisa em Administração*, São Paulo, 2, n.º 5, 2.º Semestre.
- Leland, H. E., Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 2, n.º 2, 371-387.
- Longman, (2002). *Dictionary of English Language and Culture*. (2.ª Edição) Pearson Education Ltd. Essex.
- Modigliani, F. e Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, n.º 48 (3), 261-297.
- Modigliani, F. e Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53 (3), 437-447.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39, n.º 3.
- Myers, S. C. e Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investments Decisions: When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, n.º 13, 187-221.
- Rajan, R. G., Zingales, L. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data. *The Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8, n.º 1, 23-40.
- Weston, J. F. e Brigham, E. F. (2000). *Fundamentos de Administração Financeira*. Makron Books, São Paulo.