



NOTAS ECONÓMICAS **10**

A MOEDA ÚNICA NA REINVENÇÃO DA EUROPA

REVISTA DA FACULDADE DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DE COIMBRA

Possíveis efeitos da descida das taxas de juro na estrutura de capitais das empresas portuguesas

João Veríssimo Lisboa Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra e Instituto de Sistemas e Robótica

Mário A. Gomes Augusto Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra e Instituto de Sistemas e Robótica

Resumo

Neste trabalho pretendemos analisar os efeitos da adesão de Portugal ao euro, nomeadamente as implicações que a descida das taxas de juro irá provocar na estrutura de financiamento das empresas.

À luz das diversas teorias que tem procurado explicar a composição da estrutura financeira das empresas, é estudado o efeito que uma diminuição das taxas de juro irá causar nas práticas de financiamento das empresas.

Quer a teoria clássica, que procura encontrar uma combinação de capitais que maximiza o valor da empresa, bem como as que se têm baseado num equilíbrio entre os benefícios e custos do endividamento (*tradeoff*), ou ainda as que defendem uma hierarquia de preferências na escolha de novas fontes de financiamento (*pecking order*), todas elas apontam para um acréscimo do rácio de endividamento num cenário caracterizado pela descida das taxas de juro. Resta apenas saber se o intervalo disponível para a eventual descida, será suficiente para provocar uma alteração significativa dos hábitos das empresas.

1. Introdução

Com a criação de uma moeda única (*euro*), esperam-se algumas alterações em muitas das variáveis determinantes na actividade empresarial. Entre essas variáveis destaque-se a descida das taxas de juro, como consta dos critérios de convergência, a respeitar pelas diferentes economias para aceder à moeda única¹. Neste contexto, procuraremos analisar alguns dos efeitos das descidas das taxas de juro nas teorias que se têm debruçado sobre a estrutura do capital e consequentemente tecer alguns comentários sobre eventuais tendências na estrutura financeira das empresas portuguesas.

Muitas das teorias que têm procurado explicar as estruturas de financiamento das empresas, defendem que a estrutura do capital óptima é aquela que resultam de um equilíbrio (*«tradeoff»*) entre os benefícios fiscais resultantes da utilização de capitais alheios e os custos de insolvência e de agência que o mesmo acarreta. Outros, destacando-se desta forma de abordagem e baseando-se nos sinais que o recurso a determinada fonte de financiamento transmite ao mercado, por virtude da existência de assimetrias de informação, têm defendido que as empresas seguem uma hierarquia de preferências (*«pecking order»*) quando necessitam de capitais para financiar o seu crescimento. Esta teoria defende que os recursos gerados internamente (autofinanciamento) situam-se no topo das preferências, seguindo-se os capitais alheios e só em último lugar é que as empresas recorrem ao aumento do capital ou a cortes nos dividendos.

Assim, num mercado em que os capitais alheios se tornam menos onerosos para a empresa, é necessário analisar de perto os custos e benefícios do endividamento para que se possam tecer alguns cenários quanto à evolução previsível das estruturas de financiamento das empresas, nomeadamente em Portugal.

¹ Assim tem acontecido nos últimos tempos, só em 1997 o Banco de Portugal desceu as suas taxas de juro de referência 1,4 pontos percentuais e segundo sondagens realizadas pela agência Reuter e pelo BPI junto dos operadores financeiros é de admitir que a taxa de referência do euro — a fixar pelo futuro Banco Central Europeu em 1 de Janeiro de 1999 — ficará entre os 4 e os 4,5%. O que, comparando com a actual taxa de cedência de liquidez diária em regime de leilão do Banco de Portugal de 5,3%, permite ao Banco Central Português um corte máximo de 1,3 pontos percentuais em 1998. Esta descida das taxas de referência do Banco de Portugal repercutem-se naturalmente, embora com algum atraso, nas taxas de juro quer das operações activas quer passivas dos bancos e como tal nas taxas de juro a que as empresas se podem financiar.





2. Custo Médio Ponderado do Capital

O custo médio ponderado do capital, também designado custo do passivo ou custo do capital simplesmente, é dado pela média aritmética ponderada do custo das diferentes fontes de financiamento que a empresa utiliza, considerando como pesos a proporção de cada uma dessas fontes de financiamento. É frequente, para efeitos de cálculo do custo do capital, agrupar-se os diferentes tipos de recursos financeiros em dois grandes grupos: capital próprio que integra o capital social, as reservas e os resultados retidos e capital alheio ou endividamento.

Designando por:

k_e — rendibilidade esperada dos capitais próprios ou custo dos capitais próprios;

k_i — rendibilidade esperada dos capitais alheios ou custo dos capitais alheios;

S — valor de mercado do capital próprio;

D — valor de mercado dos capitais alheios;

$V=S+D$ — valor de mercado da empresa;

t — taxa de imposto sobre o rendimento das pessoas colectivas,

o custo médio ponderado do capital depois de impostos sobre os rendimentos das pessoas colectivas, k_0 , será dado por:

$$k_0 = k_e \left(\frac{S}{S+D} \right) + k_i (1-t) \left(\frac{D}{S+D} \right) = k_e + [k_i (1-t) - k_e] \frac{D}{S+D} \quad (1)$$

onde,

$\frac{D}{S+D} = L$, representa o rácio de endividamento.

Quando a empresa não se encontra cotada na Bolsa, como acontece com a grande maioria das empresas portuguesas, apenas nos resta a informação contabilística para se determinar as grandezas S e D , devendo, no entanto ser complementada com a informação que pode ser obtida nos mercados financeiros.

Reordenando a expressão (1) podemos obter o custo ou taxa de rendibilidade dos capitais próprios de uma empresa endividada,

$$k_e = k_0 + [k_0 - k_i (1-t)] \frac{D}{S} \quad (2)$$

Esta expressão coloca em evidência que o custo do capital próprio é uma função crescente com o rácio de endividamento (D/S).

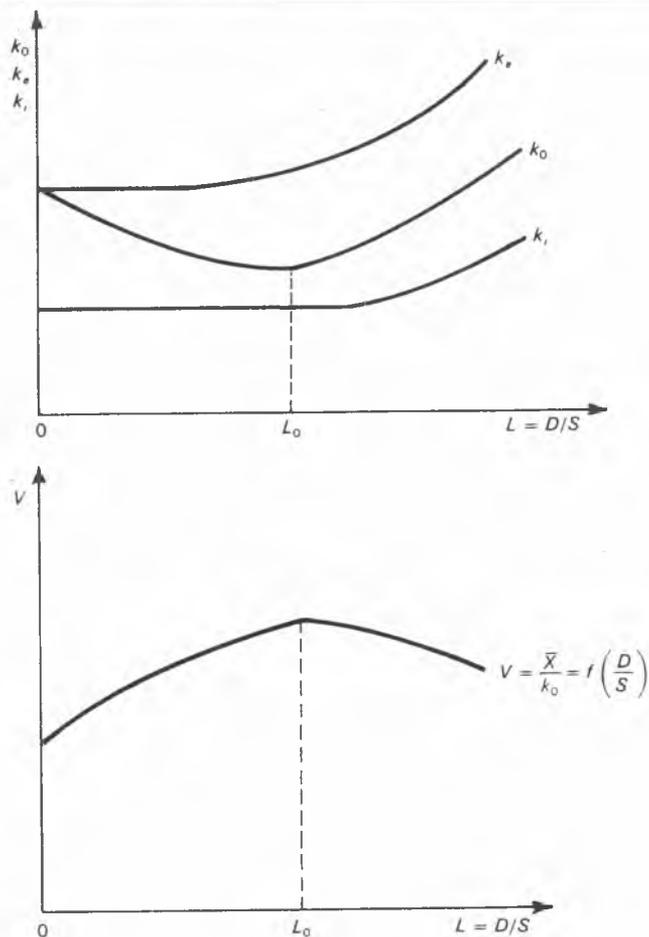
O custo efectivo para a empresa do capital alheio, pode ser considerado constante para níveis de endividamento sustentáveis, em virtude do pequeno risco de insolvência financeira que os credores enfrentam, passando a partir de determinado ponto a crescer devido ao acréscimo do risco financeiro.

Assim, o custo médio ponderado do capital, k_0 , tende a decrescer, com o acréscimo do rácio de endividamento, em virtude das economias resultantes da substituição do capital próprio pela dívida (intensifica-se o uso dos recursos mais baratos). Tal tende a verificar-se até ao ponto L_0 , em que essas economias são ultrapassadas pelo acréscimo de k_e em virtude do risco financeiro que recai sobre os accionistas existentes (Figura 1).

O nível de endividamento L_0 , que minimiza o custo médio ponderado do capital, é, portanto, segundo esta linha de abordagem o que define a estrutura óptima do capital, pois é aquele que maximiza o valor de mercado da empresa².

² Modigliani e Miller (1958), debaixo de um conjunto de hipóteses defendem que o custo médio ponderado do

Figura 1: Evolução do custo do capital próprio, custo do capital alheio, custo médio ponderado do capital e do valor da empresa, com o rácio de endividamento



L_0 — rácio de endividamento óptimo.

capital mantém-se constante qualquer que seja a sua estrutura de capitais. Segundo estes autores: (i) o custo do capital próprio é crescente com o rácio de endividamento, quanto maior for o endividamento maior é o risco financeiro e, por conseguinte, mais elevada será a remuneração exigida pelos detentores dos capitais próprios; (ii) o custo dos capitais alheios é constante; (iii) o custo médio ponderado do capital mantém-se constante qualquer que seja o peso do endividamento na estrutura de financiamento. Se esse peso aumenta, o ganho daí resultante é absorvido pelo agravamento do custo dos capitais próprios; se diminui, passa-se naturalmente o contrário.

Mais tarde os mesmos autores, num outro trabalho (1963), vêm a ratificar as suas conclusões ao incluírem a tributação sobre o rendimento das pessoas colectivas, o que até aqui esteve ausente, concluindo agora que o custo médio ponderado do capital seria mínimo e o valor da empresa máximo quando esta se financia a cem por cento com capitais alheios.



Num quadro de descida de taxas de juro, assistir-se-á a uma queda de k_i (deslocação paralela, no sentido do eixo das abessiças, da curva que traduz o custo dos capitais alheios), alterando-se também a curva que traduz a evolução do custo dos capitais próprios, k_e , em virtude do acréscimo dos resultados da empresa, devido à diminuição dos encargos financeiros. O rácio de endividamento que minimiza o custo médio ponderado do capital, k_0 , deslocar-se-á para a direita em virtude não só da descida de k_i mas também ao acréscimo de k_e . Assim, se a empresa pretende minimizar k_0 , tenderá a substituir capital próprio por capital alheio, o que conduzirá a um acréscimo do rácio de endividamento, isto é, a uma alteração da sua estrutura de financiamento, conforme é ilustrado pela Figura 2.

3. Modelos Baseados nos Custos e benefícios do Endividamento

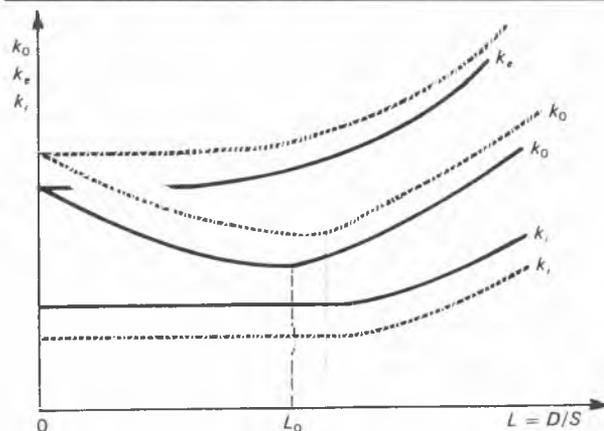
Considerando os custos e benefícios do endividamento tem sido defendido pela literatura que a estrutura óptima do capital de cada empresa resulta de um equilíbrio marginal entre as poupanças de imposto que provêm da utilização da dívida na sua estrutura de financiamento e os prováveis custos de insolvência financeira que essa mesma dívida acarreta.

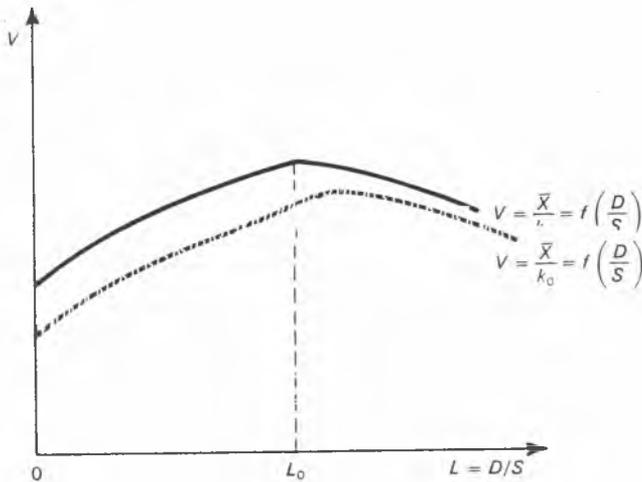
Neste tipo de modelização consideram-se como benefícios fiscais as poupanças de impostos quer das pessoas colectivas (empresas) quer das pessoas singulares (accionistas e obrigacionistas), quando comparadas estruturas de financiamento alternativas. Assim, quando é considerada a tributação sobre o rendimento das pessoas colectivas e singulares, a estrutura de financiamento da empresa deve permitir maximizar o rendimento disponível dos «fornecedores» de capital (próprio e alheio) depois de impostos, ou seja, deve maximizar o valor actual dos benefícios fiscais e não apenas minimizar a sua carga fiscal.

Nesta linha de abordagem destaca-se os trabalhos de Miller (1977) e de DeAngelo e Masulis (1980), entre outros.

Miller considerando, como fontes de protecção fiscal das empresas, apenas os custos financeiros dos capitais alheios e uma tributação diferenciada sobre o rendimento dos accionistas e obrigacionistas conclui que embora não exista uma estrutura de financiamento, determinada pelos impostos, ao nível de cada empresa em particular, existe uma estrutura óptima do capital para o sistema empresarial no seu conjunto.

Figura 2: Evolução do custo do capital próprio, custo do capital alheio, custo médio ponderado do capital e do valor da empresa, com o rácio de endividamento





L_0 — rácio de endividamento óptimo.

Estrutura esta que tenderá a favorecer o uso dos capitais alheios, numa conjuntura caracterizada pela descida das taxas de juro.

Admitindo a possibilidade de existirem outros benefícios fiscais (amortizações, reintegrações, crédito fiscal disponível, ...) substitutos dos encargos da dívida — o que até aqui foi omitido — e, que a vantagem fiscal é globalmente limitada, pois, à medida que a proporção do endividamento cresce na estrutura de financiamento, existe uma probabilidade crescente do resultado da empresa cair abaixo de determinado nível, ou seja de atingir um ponto crítico a partir do qual a protecção de imposto proporcionada pelos benefícios fiscais disponíveis não pode ser utilizada.

Trabalhos como o de De Angelo e Masulis, vão generalizar o modelo de Miller e refutar as suas conclusões. Estes autores para estabelecer uma ligação entre o valor de mercado da empresa e as decisões que a mesma toma quanto ao peso do endividamento na sua estrutura de financiamento, começam por compreender o comportamento dos investidores, uma vez que a presença de uma tributação diferenciada sobre o rendimento, segundo a categoria de títulos (acções e obrigações), não pode deixar de agir sobre a procura de cada uma das categorias. Permitindo-lhe a compreensão desse comportamento fornecer uma explicação mais rigorosa do «efeito clientela» (relativamente a Miller) e deduzir a curva agregada da procura de títulos da dívida, tal como é apresentada na Figura 3.

Do mesmo modo, considerando diferentes cenários possíveis para os resultados antes de juros, outros encargos dedutíveis que não implicam desembolso e impostos e, conseqüentemente, para o rendimento dos títulos, os autores deduzem a curva da oferta dos títulos (Figura 3). Curva que tem em conta a possibilidade da empresa utilizar os benefícios fiscais proporcionados pelos encargos da dívida sem desperdiçar os outros benefícios fiscais disponíveis, pois a sua dedução baseia-se no valor marginal da dívida para a empresa em termos de benefícios fiscais.

Assim, associado à situação de equilíbrio de mercado, dada pelo endividamento Q , a que corresponde uma estrutura de preços dos títulos dada por $P_d > P_s(1-t)$, cada empresa pode definir um nível de endividamento óptimo, a que corresponde F^* tal que $F^* > F^{(máx.)}$, na sua estrutura de



financiamento^{3, 4, 5}. Para esse nível de endividamento, a desvantagem marginal prevista quanto à tributação pessoal dos rendimentos da dívida (em virtude das taxas de tributação mais pesadas a que os juros estão sujeitos admitida pelos autores), é igual à poupança marginal de imposto da empresa proporcionada pelo seu endividamento, tendo em atenção a probabilidade de utilização efectiva de outras fontes de alívio fiscal⁶. Assim, todo o nível de endividamento inferior/superior a F^* , implica que a dívida tenha um valor marginal positivo/negativo, respectivamente.

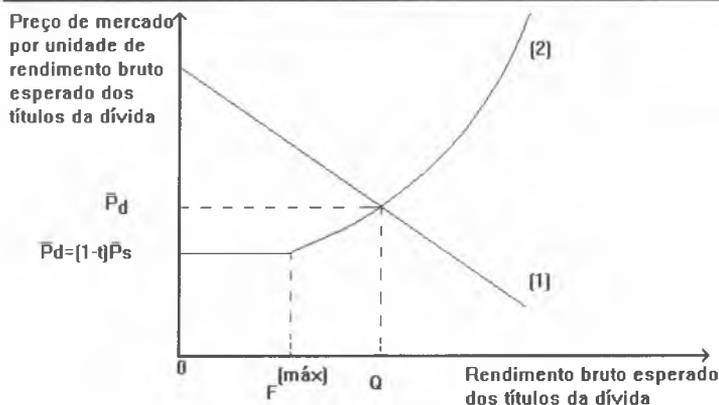
Admitindo uma descida das taxas de juro, para as mesmas fontes de protecção fiscal disponíveis não relacionadas com o endividamento, a dívida passará a possuir um valor marginal positivo para níveis de endividamento superiores e por consequência as empresas tendem a endividar-se mais.

Chegados a este ponto é legítimo perguntar se a inclusão dos custos de insolvência financeira, que até aqui foram omitidos, não alteram as nossas conclusões.

Na presença de custos de insolvência financeira o valor de uma empresa endividada, que a escolha da estrutura do capital deve procurar maximizar, será dado por:

Valor de uma empresa = Valor se totalmente financiada por capitais próprios + VA dos benefícios fiscais - VA dos custos de insolvência financeira

Figura 3: Equilíbrio no mercado da dívida na presença de substitutos do endividamento enquanto fontes de protecção fiscal da empresa.



(1) Curva da procura dos títulos da dívida.

(2) Curva da oferta dos títulos da dívida.

FONTE: DeAngelo e Masulis (1980: 13)

3 P_d e P_s representam os preços correntes que se estabelecem no mercado dos títulos da dívida e do capital próprio, respectivamente, antes de ser considerada a tributação sobre o rendimento das pessoas singulares, a que o rendimento de cada investidor está sujeito.

4 Na situação de equilíbrio a relação entre os preços dos títulos, $P_d > P_s (1-t)$, implica que a estrutura de taxas de tributação seja tal que $(1-t_d) > (1-t_s)(1-t)$, isto é, a estrutura de taxas é tal que permite a todo o investidor limite obter um rendimento líquido de impostos superior ao que renuncia quando substitui uma unidade de capital próprio por uma unidade de dívida na sua carteira de activos financeiros.

5 $F^{(máx.)}$ corresponde ao nível de endividamento que permite à empresa a plena utilização dos benefícios fiscais disponíveis, para além dos relacionados com o endividamento.

6 Note-se que à medida que o endividamento aumenta a poupança marginal de imposto realizada ao nível da empresa diminui, ao mesmo tempo que aumenta a carga fiscal sobre o rendimento das pessoas singulares à medida que se procede à substituição de uma unidade de capital próprio pela dívida.

Num cenário caracterizado pela descida das taxas de juro, já vimos que o valor actual dos benefícios fiscais tendem a crescer, para níveis de endividamento dados, sempre que a empresa utilize as diversas fontes de protecção fiscal disponíveis, para além das relacionadas com os encargos da dívida. Relativamente ao valor actual dos custos de insolvência financeira, dependem da probabilidade de insolvência e da magnitude dos custos directos e indirectos, se ocorrer uma situação de insolvência.

Segundo Suárez, Suárez (1993) e Martin e Scott (1976) a probabilidade de a empresa se mostrar insolvente (temporária ou definitivamente), é tanto maior quanto maior for o peso dos encargos do endividamento nos seus resultados antes de juros e impostos, bem como a volatilidade destes últimos. Como medida de quantificação da mesma (admitindo que a empresa possui na sua estrutura de financiamento, *ad infinitum*, um montante fixo de endividamento), propõem a seguinte expressão:

$$P[X > K_i D] = 1 - P[X \leq K_i D] \quad (3)$$

em que X é uma variável aleatória subjectiva, que expressa os resultados antes de juros e impostos e $K_i D$ o montante dos encargos financeiros que a empresa tem que satisfazer por virtude dos recursos alheios que detem na sua estrutura de financiamento.

Como se pode observar pela expressão (3), a descida de K_i , *ceteris paribus*, arrasta consigo uma descida da probabilidade de insolvência. Assim, tudo nos leva a querer que uma descida das taxas de juro, à luz desta categoria de abordagem (modelos da estrutura do capital óptima baseados num *tradeoff* entre custos e benefícios do endividamento), levará a empresa a reagir no sentido de aumentar o peso dos capitais alheios na sua estrutura de financiamento se o objectivo dos administradores for maximizar o seu valor de mercado.

4. Teorias baseadas no efeito das assimetrias de informação: a hipótese da *pecking order*

Baseando-se na existência de assimetrias de informação, sobressai, no início dos anos oitenta, uma corrente de abordagem que tem mostrado que a escolha da estrutura do capital ao sinalizar expectativas ao mercado de capitais, acerca das suas oportunidades de investimento e do valor dos seus activos (que constituem uma informação privilegiada dos administradores e de outras pessoas internas à empresa), leva a que as empresas tendam a seguir uma hierarquia de preferências na escolha das suas fontes de financiamento (*pecking order*), que segundo Myers (1984) poderá assim ser descrita:

1. As empresas preferem o autofinanciamento.
2. Adaptam os seus rácios objectivos de distribuição de dividendos às suas oportunidades de investimento, enquanto tentam evitar alterações súbitas da política de dividendos.
3. As políticas de dividendos complicadas, além das flutuações do nível da rentabilidade e das oportunidades de investimento, podem significar que os fluxos de tesouraria gerados internamente sejam, por vezes, superiores às despesas de investimento e, outras vezes, inferiores. Se forem superiores, a empresa amortizará o endividamento ou investirá em títulos negociáveis. Se forem inferiores, a empresa reduzirá as suas despesas ou venderá os títulos negociáveis.
4. Se for necessário o financiamento externo a empresa emitirá em primeiro lugar os títulos mais seguros. Ou seja, começarão pelo endividamento, depois, emitirão, eventualmente, títulos híbridos, como as obrigações convertíveis, finalmente e em último recurso, emitirão acções.

Segundo este tipo de abordagens, os montantes de dívida que as empresas incluem na sua estrutura de financiamento obedecem mais às necessidades de financiar o seu crescimento e reserva de alguma margem de flexibilidade financeira, do que à busca de uma estrutura normativa do capital. Dito por outras palavras, segundo este corpo de teorias, as estruturas de





financiamento observadas na economia real, ao nível de cada empresa, podem interpretar-se, em cada momento, não tanto como a preocupação de cada uma delas em atingir um rácio de endividamento óptimo (objectivo), mas mais como a sua relutância em emitir novas acções e em alternativa como a sua propensão para recorrer ao endividamento, como forma de suprir as suas necessidades de financiamento externo, à medida que se estabelece uma relação residual entre o investimento desejado e a sua capacidade de reter resultados.

Entre as explicações que tem sido apontadas para a hipótese da *pecking order* destaque-se os diferentes custos de emissão associados às diferentes fontes de financiamento. Os custos de emissão, que são inexistentes para os recursos internos e geralmente menores para uma emissão de dívida do que para uma emissão de novas acções, podem, só por si, levar a empresa a preferir os fundos internos ao financiamento externo; e o endividamento à emissão de capital próprio fresco. No entanto, se considerarmos adicionalmente a presença de impostos pessoais e organizacionais, os custos directos do financiamento através da emissão de novas acções, tornam-se ainda mais significativos quando comparados com os resultantes da retenção de lucros ou de um empréstimo. Em primeiro lugar, porque os rendimentos gerados internamente e retidos podem escapar à tributação sobre o rendimento das pessoas singulares se revestirem a forma de mais-valias não realizadas, ou a serem tributadas quase todos os sistemas fiscais (onde o nosso não é excepção) as tributam a uma taxa inferior à que recai sobre as outras categorias de rendimentos. Neste sentido, mantendo os recursos internos (com o intuito de os distribuir sob a forma de dividendos) e recorrer à emissão de novas acções para financiar as oportunidades de investimento, implica, necessariamente, um acréscimo marginal dos dividendos e como tal maiores impostos sobre o rendimento das pessoas singulares. Em segundo lugar, os encargos da dívida ao constituírem encargos dedutíveis dos rendimentos das sociedades, escapam à tributação em sede de impostos sobre o rendimento das pessoas colectivas, o que pode tornar o endividamento mais atractivo quando comparado com a emissão de acções, uma vez que esta poupança de imposto reduz o custo efectivo dos capitais alheios, quando os resultados da sociedade a permitem utilizar sem desperdiçar as outras fontes de protecção fiscal disponíveis. Em concordância com os argumentos apresentados, Baskin (1989) sustenta que os custos directos (acréscimo de impostos e custos de emissão), resultantes da emissão de acções, podem atingir em alguns casos taxas que rondam os 50% dos fundos criados. É assim racional que a empresa se mostre reticente em emitir novas acções e a privilegiar os lucros retidos «constituindo-se uma margem financeira de segurança, sob a forma de disponibilidades, títulos negociáveis ou capacidade de recurso ao crédito por utilizar, com a finalidade de reduzir a probabilidade de vir a ser necessária uma futura emissão de acções» (Brealey e Myers (1992: 451)).

Em adição aos custos de emissão e impostos, a consideração e compreensão de mercados em que a informação se encontra parcialmente distribuída e a sua transmissão implica custos, tornou possível desenvolver um conjunto de abordagens que visam explicar a estrutura do capital das empresas, sendo de destacar os trabalhos de Ross (1977), Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), onde se estabelecem previsões que se encontram em clara sintonia com a hipótese da *pecking order*. Hipótese que ganha cada vez hoje mais adeptos, pois a descida das taxas de juro a que temos vindo a assistir no passado recente e que se espera continuar a verificar-se, tende a reforçar a explicação dada por esta teoria sobre a estrutura de financiamento das empresas.

5. Conclusão

Da digressão que fizemos pelas principais teorias que se têm debruçado sobre a problemática da estrutura do capital, parece-nos que a descida das taxas de juro (descida do custo dos capitais alheios), irá ter influência na estrutura de financiamento das empresas, motivando o uso dos capitais alheios em detrimento dos capitais próprios, ou seja, irá fazer crescer o rácio de endividamento.

Resta-nos saber se com a adesão de Portugal ao *euro*, o intervalo disponível para a alteração

(descida) das taxas de juro é não só suficiente para provocar uma mudança significativa dos hábitos de financiamento das empresas portuguesas, aproximando-os dos rácios de endividamento das congéneres europeias e japonesas (Quadro 1), mas também se irá levar à adopção de estratégias mais agressivas como tem sido defendido, entre outros, por Jensen e Meckling (1976).



Quadro 1: Taxa de endividamento global — Indústria Transformadora

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Portugal(1)	n.d.	n.d.	n.d.	72,3	67,0	64,7	59,3	56,9	51,1	53,6
Europa(2)	61,2	60,3	60,9	59,5	58,2	56,8	56,4	56,6	56,0	56,0
E.U.A(1)	n.d.	38,9	39,6	40,7	42,6	43,9	45,3	46,7	46,9	46,4
Japão	69,7	69,9	69,1	67,8	66,8	65,3	64,7	63,9	63,7	63,2

(1) Contas consolidadas.

(2) Média ponderada de oito países: Bélgica, Alemanha, Espanha, França, Itália, Países Baixos, Portugal e Reino Unido.

Fonte: BACH, DG II.

**Referências Bibliográficas**

- Augusto, Mário A. Gomes (1996) *Determinantes da Estrutura do Capital das Empresas da Indústria Transformadora Portuguesa*, Dissertação de Mestrado, não publicada.
- Baskin, Jonathan (1989) An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis, *Financial Management*, Vol. 18, 1, 26-35.
- Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C. (1992) *Princípios de Finanças Empresariais*, 3ª Edição, McGraw-Hill de Portugal, Lda.
- Commission des Communautés Européennes (1994) *Economie Européenne*, Janeiro, 1, Suplemento A.
- De Angelo, Harry; Masulis, Ronald W. (1980) Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, 3-29.
- Jensen, M. C.; Meckling, W. H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Outubro, Vol. 3, 305-360.
- Martin, John D.; Scott, David F. (1976) Debt Capacity and the Capital Budgeting Decision, *Financial Management*, Verão, 7-14.
- Miller, M. H. (1977) Debt and Taxes, *The Journal of Finance*, Vol. 32, 2, 261-275.
- Modigliani, F.; Miller, M. H. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, Vol. 48, 3, 261-297.
- Modigliani, F. ; Miller, M. H. (1963) Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *The American Economic Review*, Vol. 53, 3, 433-443.
- Myers, Stewart C.; Majluf Nicholas, S. (1984) Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, 2, 187-221.
- Myers, Stewart C. (1984) The Capital Structure Puzzle, *The Journal of Finance*, Vol. 39, 3, 575-592.
- Ross, S. A. (1977) The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, 23-40.
- Suárez Suárez, Andrés S. (1993) *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*, Madrid, Ediciones Pirámide, S.A..