

Mário A. Gomes Augusto

Política de Dividendos e Estrutura do Capital

Respostas e Dúvidas
do Estado da Arte

(Página deixada propositadamente em branco)



E N S I N O

I
IMPRESA DA UNIVERSIDADE DE COIMBR
COIMBRA UNIVERSITY PRESS
U

COORDENAÇÃO EDITORIAL

Imprensa da Universidade de Coimbra

<http://www.imp.uc.pt>

CONCEPÇÃO GRÁFICA

António Barros

PRÉ-IMPRESSÃO

António Resende

Imprensa da Universidade de Coimbra

EXECUÇÃO GRÁFICA

SerSilito • Maia

ISBN

972-8704-73-9

ISBN Digital

978-989-26-0464-0

DOI

<http://dx.doi.org/10.14195/978-989-26-0464-0>

DEPÓSITO LEGAL

243083/06

© MAIO 2006, IMPRENSA DA UNIVERSIDADE DE COIMBRA

Obra publicada com o apoio de

INSTITUTO DE SISTEMAS E ROBÓTICA – PÓLO DE COIMBRA

ÍNDICE

PREFÁCIO	7
APRESENTAÇÃO E AGRADECIMENTOS.....	9
INTRODUÇÃO.....	11

PRIMEIRA PARTE

ESTRUTURA DO CAPITAL: ABORDAGENS TEÓRICAS E EVIDÊNCIA EMPÍRICA

CAPÍTULO 1 – ABORDAGENS BASEADAS NOS EFEITOS FISCAIS E NOS CUSTOS DE INSOLVÊNCIA FINANCEIRA	21
1.1. Introdução	21
1.2. O modelo original de Modigliani e Miller.....	22
1.2.1. O modelo de MM na presença de impostos sobre o rendimento das pessoas colectivas	28
1.2.2. Implicações dos trabalhos de MM	31
1.3. Efeito conjunto da tributação sobre o rendimento das pessoas colectivas e investidores	32
1.3.1. ... na hipótese em que apenas os encargos da dívida são autonomizados enquanto fontes de protecção fiscal da empresa	33
1.3.2. ... na presença de outras fontes de protecção fiscal disponíveis, substitutas das proporcionadas pelo endividamento.....	39
1.4. Taxa marginal de tributação do rendimento das sociedades e função do benefício fiscal do endividamento.....	53
1.5. Custos de insolvência financeira: quantificação e seus efeitos	62
1.5.1. Custos de insolvência financeira directos e indirectos.....	63
1.5.2. Custos de insolvência financeira <i>versus</i> benefícios fiscais: a estrutura óptima do capital.....	64
1.5.3. Quantificação dos custos de insolvência financeira	66

1.5.4. Características da empresa que hipoteticamente influenciam a probabilidade de ocorrência dos custos de insolvência financeira, bem como o seu montante	70
1.5.4.1. Probabilidade de a empresa vir a incorrer em custos de insolvência	70
1.5.4.2. Importância relativa dos custos de insolvência	75
1.5.5. Modelos de previsão de situações de falência	78
1.6. Conclusão	82
CAPÍTULO 2 – A ESTRUTURA DO CAPITAL NA PERSPECTIVA DA TEORIA DE AGÊNCIA.....	87
2.1. Introdução.....	87
2.2. O endividamento enquanto meio para resolver os conflitos de interesses entre administradores e accionistas	89
2.3. O endividamento enquanto fonte de conflitos de interesses entre accionistas e credores.....	95
2.4. A estrutura do capital em função dos custos de agência: uma síntese.....	98
2.5. A importância dos custos de agência no contexto das PME's.....	102
2.6. Conclusão	105
CAPÍTULO 3 – ASSIMETRIAS DE INFORMAÇÃO E ESTRUTURA DO CAPITAL.....	109
3.1. Introdução.....	109
3.2. A estrutura do capital enquanto instrumento de sinalização da qualidade da empresa e dos seus projectos.....	110
3.3. Reacção do mercado face ao anúncio de emissão de fontes de financiamento	117
3.3.1. Principais linhas de argumentação.....	117
3.3.1.1. Racionalidade dos investidores.....	118
3.3.1.2. Efeito preço.....	121
3.3.1.3. Tese de expropriação da riqueza dos accionistas.....	121
3.3.2. Evidência empírica	122
3.4. Endividamento bancário <i>versus</i> emissão de dívida directa	128
3.5. A hipótese da <i>pecking order</i>	135
3.5.1. Das origens da hipótese da <i>pecking order</i> à sua fundamentação teórica.....	137
3.5.2. Objecções à hipótese da <i>pecking order</i> e seu enriquecimento.....	148
3.5.3. Evidência empírica	157
3.5.3.1. Testes directos às previsões da hipótese da <i>pecking order</i>	157
3.5.3.2. A hipótese da <i>pecking order versus</i> abordagens alternativas.....	167
3.6. Conclusão	178

Índice

CAPÍTULO 4 – OUTRAS LINHAS DE ABORDAGEM.....	183
4.1. Introdução.....	183
4.2. Modelos baseados em argumentos de natureza comercial.....	183
4.3. Modelos baseados em razões de controlo.....	191
4.4. Conclusão	198

5

SEGUNDA PARTE

POLÍTICA DE DIVIDENDOS: ABORDAGENS TEÓRICAS E EVIDÊNCIA EMPÍRICA

CAPÍTULO 5 – (IR)RELEVÂNCIA DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS: DA TESE DE MILLER E MODIGLIANI ÀS ABORDAGENS BASEADAS NOS EFEITOS FISCAIS	207
5.1. Introdução.....	207
5.2. O modelo de Miller e Modigliani	208
5.3. A carga fiscal sobre os dividendos <i>versus</i> mais-valias de acções.....	212
5.4. Testes à hipótese da aversão dos investidores aos dividendos, motivada por efeitos fiscais.....	224
5.4.1. <i>Dividend yield</i> e taxa de rendibilidade exigida ajustada face ao risco.....	224
5.4.2. Arbitragem fiscal à volta da <i>ex-dividend date</i> : o efeito «clientela fiscal»	237
5.4.3. Efeitos das alterações, significativas e pontuais, na legislação fiscal relativa à tributação dos dividendos e das mais-valias na cotação das acções e na política de dividendos.....	248
5.5. Conclusão	258
CAPÍTULO 6 – A POLÍTICA DE DIVIDENDOS NA PERSPECTIVA DA TEORIA DE AGÊNCIA.....	261
6.1. Introdução.....	261
6.2. A política de dividendos enquanto mecanismo de resolução dos conflitos de interesses entre accionistas e administradores	262
6.2.1. A distribuição de dividendos submete os administradores à disciplina dos mercados financeiros e eleva o risco financeiro da empresa.....	263
6.2.2. A distribuição de dividendos reduz o <i>free cash-flow</i>	276
6.2.3. Os planos de recompensa dos administradores e a política de dividendos.....	285
6.3. A política de dividendos e os conflitos de interesses entre accionistas e credores	289
6.4. Conclusão	296

	CAPÍTULO 7 – A POLÍTICA DE DIVIDENDOS NA PERSPECTIVA DAS TEORIAS DE SINALIZAÇÃO.....	301
6	7.1. Introdução.....	301
	7.2. A política de dividendos enquanto meio de sinalização ou de transmissão de informação: argumentação teórica	302
	7.3. O efeito de sinalização e o conteúdo informativo da política de dividendos: evidência empírica	321
	7.3.1. O efeito do anúncio da alteração da política de dividendos na cotação das acções	322
	7.3.2. Dividendos presentes e resultados/ <i>cash-flows</i> passados, presentes e futuros	334
	7.3.3. Outros testes empíricos	346
	7.4. Conclusão	350
	BIBLIOGRAFIA	355

PREFÁCIO

O autor convidou-nos para prefaciá-lo seu livro, talvez devido ao facto de conhecermos o seu percurso académico, nomeadamente durante o seu tempo de Assistente e doutorando na FEUC. A nossa maior experiência como docentes do ensino superior e, sobretudo, a amizade que se foi desenvolvendo ao longo destes últimos 10 anos, devem ter pesado também na sua decisão de nos convidar a escrever o prefácio deste livro. O seu amável convite foi por nós acolhido com satisfação.

Sem ser um livro de características eminentemente pedagógicas, não deixa de ser um texto de manifesta importância para todos aqueles que pretendem estudar, em profundidade, a política de dividendos e a estrutura do capital das empresas.

É um texto que procura descrever o estado da arte daquelas matérias, encontrando-se organizado em duas partes. Numa primeira, o autor volta-se para os principais factores que, à luz da literatura existente, podem exercer especial importância nas decisões das empresas em matéria de estrutura do capital. Em particular, ao mesmo tempo que se debruça sobre os efeitos que a fiscalidade, os custos de insolvência, os custos de agência e as assimetrias de informação podem exercer em tais decisões, não deixa de realçar as características das empresas que também podem condicionar as suas escolhas. Na segunda parte da obra, o autor centra-se no estudo das decisões das empresas relativas à sua política de dividendos, mantendo-se fiel à organização seguida na primeira parte.

É efectuada uma análise exaustiva dos autores que mais contribuíram para o desenvolvimento do saber neste domínio, descrevendo-se de uma forma sucinta, mas precisa, os seus principais contributos para o conhecimento actual destas matérias.

O livro inclui uma vasta bibliografia, o que não só evidencia os conhecimentos do autor sobre esta temática, mas também facilita a qualquer interessado a recolha de elementos para investigação neste campo.

Consideramos ser uma obra de bastante mérito e, sobretudo, de muita utilidade, por reunir numa única peça um conjunto de estudos que não se encontravam analisados de uma forma sistemática. Tratando-se de uma obra mais dirigida para aqueles que querem aprofundar os seus conhecimentos nesta área, não deixa de ser útil sob o ponto de vista didáctico, nomeadamente para os alunos dos cursos de pós-graduação e para os responsáveis pelo sector financeiro das empresas.

Elísio Fernando Moreira Brandão

Professor Catedrático da FEUP

João Veríssimo Lisboa

Professor Associado da FEUC

Abril de 2006

APRESENTAÇÃO E AGRADECIMENTOS

Este livro baseia-se na dissertação de doutoramento que o Autor apresentou em Dezembro de 2003 e defendeu em Julho de 2004 na Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, para a obtenção do Grau de Doutor em Organização e Gestão de Empresas, na especialidade de Finanças Empresariais, sob a orientação científica dos Professores Doutores Elísio Fernando Moreira Brandão e João Veríssimo Oliveira Lisboa.

Encorajado pelo júri, em geral, e pelos orientadores científicos, em particular, o Autor, partindo das duas primeiras partes da referida dissertação, preparou o livro que ora se apresenta. Na organização desta obra, foram feitas adaptações do texto original. Desde logo, tendo em vista a sistematização das matérias de que este livro se ocupa, foi alterada a orientação dos assuntos tratados e foram supridas remissões que figuravam no texto da dissertação. Adicionalmente, foram retiradas notas que, no entender do Autor, se mostram desnecessárias dado o assunto central deste livro e adicionadas outras para uma melhor compreensão do leitor.

Na preparação desta obra o Autor, ao atender apenas a uma parte da dissertação em que se baseou, está consciente de que algo se perdeu relativamente ao texto original. No entanto, julga que a divulgação, de uma forma sistematizada, das linhas de argumentação que têm sido produzidas relativamente à problemática da estrutura do capital e da política de dividendos, poderá constituir, para os interessados nestas matérias, um ganho capaz de superar aquela perda.

Durante a investigação que deu origem a este texto o Autor beneficiou de um conjunto de contributos cujo agradecimento aqui quer manifestar. Desde logo, é devido aos Professores Doutores João Lisboa e Elísio Brandão um franco e sentido agradecimento pela disponibilidade manifestada, pelas sugestões, correcções e contribuições fornecidas e, ainda, pelo empenho e estímulo que sempre lhe souberam transmitir.

À Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, agradece a oportunidade que lhe proporcionou para a preparação da dissertação que se encontra na base desta obra.

Ao Instituto de Sistemas e Robótica — Pólo de Coimbra, agradece o apoio financeiro nas deslocações que fez ao estrangeiro, quer para recolher material bibliográfico e trocar impressões com colegas da área de investigação em que este texto se enquadra, quer para participar em congressos, colóquios e jornadas científicas onde foram apresentados trabalhos que, directa ou indirectamente, se relacionam com a investigação em curso.

Agradece igualmente a disponibilidade, as sugestões e as correcções — que muito enriqueceram o texto final — de que teve o privilegio de beneficiar da parte do colega Professor Doutor António Martins.

O agradecimento que o Autor aqui quer manifestar a todos os que com ele colaboraram, não os responsabiliza, no entanto, pelas opiniões formuladas nem, especialmente, pelos erros que eventualmente persistam.

INTRODUÇÃO

Apesar da intensa investigação que tem sido produzida após os trabalhos de Modigliani e Miller (1958, 1963) e Miller e Modigliani (1961), as decisões relativas à estrutura do capital e à política de dividendos das empresas continuam um tema em aberto e a figurar na lista dos assuntos que carecem de investigação prioritária (*cf.* Brealey e Myers, 1998, pp. 989-997)^(*). As principais linhas que a investigação tem seguido, relativamente

(*) Importa, desde já, precisar alguns dos conceitos que ao longo do texto aparecem com mais frequência, sem prejuízo de esclarecimentos adicionais ou de precisão que em alguns casos se julguem necessários.

Assim, a estrutura do capital é entendida, como acontece na grande maioria dos trabalhos que se têm voltado para o estudo deste assunto, como sendo a proporção entre os capitais alheios de médio e longo prazos e os capitais próprios que figuram no balanço da empresa, admitindo-se que estes capitais são representados por obrigações e acções, respectivamente. O mesmo é dizer que é entendida como o «mix of debt and equity» (Riahi-Belkaoui, 1999, p. XIII). Como é realçado por Duque (1989) — citado em Martins (1998, p. 1) — a estrutura do capital da empresa não se deve confundir com a sua estrutura financeira, pois esta última engloba todas as fontes de financiamento que constam no passivo (sendo que algumas delas, pela sua natureza, resultam da actividade operacional), e na primeira apenas devem constar as fontes de financiamento que resultam de decisões com carácter estrutural.

Por vezes, por uma questão de elegância de escrita, ou seja, para se evitarem repetições, referir-nos-emos às decisões de estrutura do capital utilizando a expressão «decisões de financiamento» ou, ainda, «política de financiamento». Quando tal acontecer pretendemos apenas referir-nos às decisões acerca da estrutura do capital, pois só essa componente da política de financiamento merece a nossa atenção no presente livro.

A expressão «política de dividendos» será utilizada: (i) quer de acordo com a interpretação tradicional que lhe é atribuída, ou seja, para nos referirmos ao conjunto de decisões de afectação dos resultados gerados pela empresa, no exercício ou em exercícios anteriores (ex. reservas constituídas com o resultado gerado em períodos anteriores, normalmente designadas de «reservas para estabilização dos dividendos»), entre duas aplicações alternativas: distribuição de resultados aos accionistas ou a sua retenção para reinvestimento na empresa, (ii) quer num âmbito mais geral, incluindo, para além da distribuição de dinheiro aos accionistas, a recompra de acções próprias, a distribuição de dividendos em acções, o pagamento de dividendos extraordinários ou especiais, etc.. Contudo, o sentido que daremos à referida expressão facilmente se perceberá face ao contexto em que ela será utilizada.

a cada um dos assuntos, ao mesmo tempo que fornecem fortes argumentos a favor da não neutralidade de cada uma daquelas decisões sobre o valor da empresa, não produzem uma visão clara acerca do efeito das mesmas em termos de valorização da empresa. Neste quadro, este livro tem como objectivo tratar de uma forma crítica as principais linhas de investigação que têm suportado o debate à volta da problemática em questão, bem como os estudos empíricos que lhe têm dado suporte. A sistematização da extensa literatura existente de uma forma crítica, num único manual, pensamos assumir especial interesse, pois poderá fornecer importantes indicações aos administradores financeiros quando se deparam com a necessidade de tomar decisões relativas à estrutura do capital e à política de dividendos, ou para melhor perceberem as decisões tomadas pelos seus homólogos, de outras empresas, tendo por base circunstâncias idênticas.

Apesar de termos consciência, ao longo do texto, de que a compreensão de cada uma das principais decisões que tradicionalmente são atribuídas à função financeira das empresas — decisões de financiamento e de distribuição de resultados, não esquecendo as de investimento — implica a consideração das restantes, optamos, por razões pedagógicas, por organizar este livro em duas partes.

Na Parte I, composta por quatro capítulos, revêem-se as linhas de investigação que têm constituído pontos de referência importantes no debate que se tem travado à volta das razões que orientam as empresas nas decisões relativas à sua estrutura do capital.

O capítulo 1 começa por focar a apresentação do modelo original de MM (1958), onde, debaixo de um conjunto de hipóteses, se demonstra que as decisões relativas à estrutura do capital da empresa são irrelevantes em termos do seu valor. Posteriormente, abandonam-se algumas das hipóteses do modelo, nomeadamente as de ausência de impostos e de custos de insolvência, e analisa-se qual o efeito que o abandono destas hipóteses terá

na suas conclusões. Numa primeira fase, discute-se se a consideração de impostos sobre o rendimento das pessoas singulares e colectivas poderá, por si só, conduzir a uma estrutura do capital óptima. Numa segunda, consideram-se os custos de insolvência financeira e revêem-se os principais trabalhos que têm procurado quantificar esses custos, bem como aqueles que têm evidenciado algumas das características da empresa (atributos) que poderão influenciar, quer a probabilidade da sua ocorrência, quer o seu montante.

O reconhecimento de que nas empresas modernas coexistem diferentes actores, cujos interesses são, com frequência, conflituosos, abriu caminho para que se equacionem diferentes mecanismos que podem ser utilizados para amenizar esses conflitos e, conseqüentemente, os custos que lhes estão associados (*agency costs*). Entre esses mecanismos destaque-se as decisões relativas à estrutura do capital, cujos alcance e eficácia serão discutidos no capítulo 2.

Em complemento às linhas de investigação que têm procurado explicar a estrutura do capital baseando-se no confronto entre os benefícios fiscais e os custos de insolvência e de agência, que o recurso ao endividamento impõe à empresa, uma outra corrente de investigação explora os diferenciais de informação que os administradores possuem relativamente aos investidores em geral, no sentido de fornecer uma explicação para as decisões de escolha entre fontes de financiamento alternativas. No capítulo 3, para além de se realçar o papel que as decisões de estrutura do capital possuem em termos do sinal que transmitem ao mercado acerca da qualidade da empresa e dos seus projectos, evidenciar-se-á que a estrutura do capital de cada empresa reflecte o resultado das condicionantes que lhe são impostas pela existência de assimetrias de informação.

A terminar a primeira parte, no capítulo 4 faremos uma referência breve a outros esforços de modelização que têm surgido, quer revestindo a forma de extensões dos trabalhos que propõem um *tradeoff* entre os custos e os

benefícios do endividamento — como é o caso dos modelos que se têm baseado em argumentos de natureza competitiva no mercado do produto para explicar as decisões relativas à estrutura do capital —, quer, ainda, como consequência dos novos fenómenos que entretanto vão assumindo importância em certas economias, de que são exemplo os modelos que se têm baseado na necessidade sentida pela equipa de administradores em manter o controlo da empresa nas suas mãos face a uma ameaça de *takeover*, para explicar as decisões relativas à estrutura do capital.

Na Parte II a nossa atenção irá voltar-se para as principais correntes da literatura que têm procurado fornecer explicações para a distribuição de resultados *versus* a sua retenção.

No capítulo 5, após uma breve apresentação do modelo de MM (1961), onde se defende a irrelevância da política de dividendos sobre o valor da empresa, iremos debruçar-nos sobre o efeito que o abandono da hipótese de ausência de impostos terá nas suas conclusões. Numa primeira fase, apresentar-se-á o debate que se tem travado no seio da comunidade científica acerca dos efeitos que a política de dividendos exerce na carga fiscal da globalidade dos accionistas da empresa, quando o sistema fiscal tributa os dividendos de uma forma diferenciada das mais-valias de acções. Não sendo a questão pacífica, do ponto de vista teórico, numa segunda fase iremos rever os principais estudos empíricos que se têm voltado para a análise dos efeitos da fiscalidade na distribuição dos dividendos, agrupando-os em três blocos: (i) num primeiro incluir-se-ão aqueles que se têm centrado na análise dos efeitos de uma tributação diferenciada, que penaliza os dividendos relativamente às mais valias, sobre a cotação das acções no momento em que passam a ser negociadas sem que o direito ao próximo dividendo as acompanhe; (ii) um segundo incluirá os que têm procurado testar em que medida os investidores são conduzidos por considerações relativas à taxa de rendibilidade (líquida de impostos) e risco dos activos, aquando da composição da sua carteira de títulos e, (iii) num último incluir-se-ão

aqueles estudos que têm analisado, por um lado, o efeito da política de dividendos das sociedades sobre a cotação das suas ações, em momentos em que ocorrem alterações pontuais e significativas na tributação relativa das diferentes categorias de rendimento e, por outro, o efeito dessas alterações na própria política de dividendos.

No capítulo 6, à semelhança do que aconteceu no capítulo 2, iremos explorar o papel da política de dividendos enquanto mecanismo capaz de reduzir os custos de agência. Apresentaremos os principais argumentos teóricos que se têm posicionado em defesa da política de dividendos, enquanto mecanismo que pode ser utilizado para minimizar os custos de agência. Em particular, realçar-se-á o papel dos dividendos na redução do *free cash-flow*, no acréscimo do risco financeiro da empresa e na submissão dos administradores à disciplina imposta pelos mercados de capitais. Em paralelo, apresentaremos os principais estudos empíricos que têm testado o efeito da política de dividendos no comportamento dos custos de agência, bem como aqueles que os consideram como substitutos/complementares de outros mecanismos internos ou externos igualmente disponíveis para o alcance do mesmo fim, não esquecendo aqueles que têm evidenciado algumas das características da empresa que condicionam a importância dos custos de agência.

A terminar a Parte II, no capítulo 7 explorar-se-á o papel que a política de dividendos assume enquanto mecanismo de sinalização da qualidade da empresa e das suas perspectivas futuras. Começaremos por apresentar a argumentação teórica que tem dado corpo à hipótese do efeito de sinalização e do conteúdo informativo da política de dividendos da empresa, considerando-a, por si só ou conjuntamente, com outros mecanismos de sinalização (ex. decisões de estrutura do capital e de investimento). Paralelamente rever-se-ão os estudos onde se explora, também, o papel das assimetrias de informação na compreensão de alguns dos comportamentos vulgarmente observados na prática em matéria de política de dividendos, tais como a

estabilidade dos dividendos e a preferência das empresas pelos dividendos, relativamente à recompra de acções próprias. De seguida, analisar-se-ão os principais estudos que têm procurado testar, em diferentes contextos, as previsões dos diferentes modelos de sinalização por dividendos, relativas ao potencial uso das alterações da política de dividendos, para assim os administradores transmitirem ao mercado os suplementos de informação que possuem quanto às perspectivas futuras da empresa. Entre esses trabalhos dar-se-á particular atenção àqueles que têm constituído as linhas dominantes da investigação neste domínio, a saber: (i) os que têm analisado a relação entre as alterações não antecipadas nos dividendos regulares e/ou resultados, iniciação e omissão de dividendos e distribuição de dividendos especiais, e a reacção da cotação das acções à volta da data do anúncio de tais alterações e (ii) os que se têm concentrado, fundamentalmente, na análise da relação entre aquelas alterações e os resultados/*cash-flows* de períodos anteriores e posteriores a tais alterações. Por fim, serão ainda revistos os principais estudos empíricos que têm testado a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, através da análise do padrão do volume de transacções, da alteração ocorrida nas previsões dos analistas financeiros, da alteração do risco perceptível pelos investidores e das operações de «*insider trading*», à volta da data do anúncio da alteração dos dividendos.

PRIMEIRA PARTE

ESTRUTURA DO CAPITAL: ABORDAGENS TEÓRICAS E
EVIDÊNCIA EMPÍRICA

(Página deixada propositadamente em branco)

Até à publicação do trabalho original de Modigliani e Miller (1958), doravante designados por MM, sustentava-se que para toda a empresa existia uma estrutura do capital ótima, caracterizada por uma combinação entre capitais próprios e alheios, que maximizava o seu valor de mercado ou, de forma equivalente, minimizava o custo médio ponderado do seu capital. MM, ao demonstrarem que as decisões relativas à estrutura do capital são irrelevantes, do ponto de vista do valor da empresa, na ausência de impostos, custos de transação e de insolvência e de outras imperfeições do mercado, rompem com o pensamento vigente e iniciam uma nova etapa, em termos de debate, ao mesmo tempo que colocam a problemática da estrutura do capital no centro das preocupações da teoria financeira.

As proposições de MM, bem como os seus corolários, muito embora sejam alvo de críticas, indicam o caminho a seguir ao mostrarem sob que condições é que as decisões de estrutura do capital são irrelevantes. Desde então, a investigação teórico-empírica, baseando-se nas imperfeições que caracterizam os mercados e nos efeitos que uma tributação diferenciada sobre as diferentes categorias de rendimento pode exercer nas opções financeiras das empresas e dos indivíduos, ao mesmo tempo que se afasta das conclusões de MM, tem avançado com abordagens alternativas onde se evidenciam algumas das razões pelas quais as decisões de estrutura do capital exercem influência sobre o valor da empresa. Estas abordagens nem sempre são consensuais no que se refere às proposições que defendem.

Ao longo da Parte I deste livro apresenta-se uma revisão da literatura que suporta o debate que se tem travado à volta da problemática da estrutura do capital, após o estudo pioneiro de MM (1958). Na sua organização algumas opções tiveram de ser tomadas. Uma abordagem que podia aqui

ser seguida, e que tem dado frutos noutras áreas, era a de construir um modelo geral e depois averiguar como os modelos existentes se enquadram nesse trabalho. Contudo, como salientam Harris e Raviv (1991), no caso da estrutura do capital, a série de características a incluir é de tal modo extensa e complicada que o modelo resultante não produziria visões claras. No entanto, refira-se, esta abordagem teria a vantagem de evidenciar as inter-relações entre modelos.

Face à dificuldade em encontrar um modelo geral, optamos por organizar esta primeira parte tendo em conta duas preocupações essenciais:

i) Por um lado, procurar apresentar as linhas de investigação que, relativamente à problemática em análise, têm constituído os principais pontos de referência, sendo de destacar: (a) aquelas que exploram os efeitos da fiscalidade e dos custos de insolvência financeira nas decisões relativas à estrutura do capital da empresa (capítulo 1); (b) as que exploram os efeitos dos custos de agência na definição de uma estrutura do capital óptima (capítulo 2); (c) as que, baseando-se nos efeitos das assimetrias de informação entre os administradores e os investidores actuais e futuros, demonstram que a estrutura do capital — além de depender das características específicas de cada empresa, que podem contribuir para a redução daquelas assimetrias — reflecte o resultado das condicionantes que essas mesmas assimetrias lhe impõem em termos de financiamento (capítulo 3) e, finalmente, (d) os modelos que procuram explicar a estrutura do capital baseando-se em argumentos de natureza comercial e em razões de controlo da empresa (capítulo 4).

ii) Por outro, procurar evidenciar os atributos da empresa que as diferentes linhas de investigação têm apontado, com mais frequência, como possíveis determinantes da sua estrutura do capital. No sentido de concretizar esta preocupação, procuraremos dar ênfase aos trabalhos que têm revelado a importância de tais atributos, bem como àqueles que têm analisado empiricamente a sua influência na estrutura do capital, não esquecendo os que põem em confronto linhas de modelização alternativas.

CAPÍTULO 1

ABORDAGENS BASEADAS NOS EFEITOS FISCAIS E NOS CUSTOS DE INSOLVÊNCIA FINANCEIRA

1.1. Introdução

Este capítulo inicia-se com a apresentação do modelo original de MM (1958), voltando-se a nossa atenção, posteriormente, para o efeito que o abandono das hipóteses de ausência de impostos e de custos de insolvência financeira terá nas suas principais conclusões. Numa primeira fase, discute-se se a consideração de impostos sobre o rendimento das pessoas colectivas e singulares poderá conduzir a uma estrutura do capital óptima. Em particular, discute-se se a consideração destas duas categorias de impostos poderá, por si só, conduzir as empresas no sentido de uma estrutura do capital óptima, ou seja, que minimize a carga fiscal a que as empresas e os investidores estão sujeitos. Paralelamente, dá-se especial destaque à revisão dos trabalhos que, atendendo à estrutura do capital de cada empresa em particular, têm procurado determinar a sua taxa de imposto marginal, bem como àqueles que, com base nessa taxa, têm caminhado no sentido de estabelecer uma função do benefício fiscal do endividamento e, assim, quantificar o valor da protecção fiscal proporcionada por esse mesmo endividamento.

Seguidamente, abandona-se a hipótese de ausência de custos de insolvência financeira e consideram-se estes custos, conjuntamente com os efeitos fiscais das diferentes opções de financiamento, enquanto potenciais

determinantes de uma estrutura do capital óptima. Nesta fase, para além de se reverem os trabalhos que têm procurado quantificar os custos de insolvência financeira, bem como aqueles que têm evidenciado algumas das características (atributos) da empresa que hipoteticamente podem influenciar a probabilidade da sua ocorrência, assim como o seu montante, colocam-se em confronto estes custos com os benefícios fiscais de diferentes opções de financiamento (capitais alheios *versus* capitais próprios). Em particular, sintetiza-se a literatura que defende a existência de uma estrutura do capital óptima determinada pelo *tradeoff* entre os benefícios fiscais e os custos de insolvência financeira, proporcionados pelo recurso a capitais alheios.

A terminar, revêem-se sinteticamente os modelos analíticos que, baseando-se em indicadores das características das empresas que hipoteticamente influenciam a probabilidade de as mesmas se depararem com uma situação de insolvência financeira, procuram prever, e assim tentar prevenir, situações de falência.

1.2. O modelo original de Modigliani e Miller

MM (1958), com a publicação do seu trabalho, «*The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*», negam a existência de uma estrutura do capital óptima, defendida pelo pensamento económico-financeiro tradicional. Até então sustentava-se que, para toda a empresa, existia uma combinação de capitais próprios e alheios (estrutura do capital) que maximizava o seu valor de mercado ou, de forma equivalente, minimizava o custo médio ponderado do seu capital, sendo essa combinação de recursos a estrutura óptima de financiamento para a qual a empresa se deveria orientar⁽¹⁾. Supunha-se que o custo do capital próprio era uma

⁽¹⁾ O valor de mercado da empresa é aqui entendido como o somatório do valor dos seus títulos, acções e obrigações, na suposição de que todos eles se encontram cotados.

função crescente com o rácio de endividamento e que o custo do capital alheio se mantinha constante até um certo nível de endividamento, a partir do qual começava a crescer. Assim, até ao nível de endividamento em que o aumento da remuneração exigido pelos accionistas (custo do capital próprio) era mais do que compensado pela utilização de capitais alheios com menor custo, o custo médio ponderado do capital decrescia (e, consequentemente, o valor da empresa aumentava) com a utilização desta fonte de financiamento, passando a crescer a partir desse ponto.

MM partem do seguinte conjunto de hipóteses:

- a) mercados de capitais perfeitos, isto é, mercados em que nenhum dos intervenientes tem peso suficiente para influenciar a cotação dos títulos, em que não existem custos de transacção ou quaisquer outros custos relacionados com a transferência de títulos, em que os investidores possuem um comportamento racional e têm igual acesso, sem custos, a toda a informação relevante sobre o preço e outras características dos títulos e onde não existem custos de falência das empresas;
- b) as empresas e os indivíduos acedem ao mercado do crédito com a mesma facilidade e à mesma taxa;
- c) inexistência de impostos;
- d) o resultado esperado antes de juros e impostos, ou resultado de exploração, de uma determinada empresa é descrito por uma variável aleatória X_t com esperança matemática \bar{X} , perante a qual as expectativas dos investidores são homogéneas; assim, \bar{X} é constante e perpétuo;
- e) todas as empresas podem ser agrupadas em classes de «rendimento equivalente»⁽²⁾, onde o rendimento esperado dos títulos de uma so-

⁽²⁾ «Rendimento equivalente» significa, na realidade, rendimento de igual ou similar risco económico. Esta é a condição necessária para que, num mercado de capitais perfeito e numa situação de equilíbrio, o preço por unidade monetária de rendimento esperado seja igual para todos os títulos das empresas que pertencem a uma mesma classe. Condição que desempenha um papel central nas proposições de MM pois, como sublinha Suárez (1993, p. 576), a

cidade é proporcional ao rendimento esperado dos títulos de uma outra, pertencente à mesma classe⁽³⁾,

demonstrando que, em equilíbrio, o custo médio ponderado do capital e o valor da empresa são independentes da sua estrutura de financiamento e, como corolário, da sua política de dividendos. Estas proposições, segundo Weston (1989), exerceram uma influência sobre a economia financeira comparável ao impacto da Teoria Geral de Keynes sobre a macroeconomia.

Proposição I de MM

Sendo, S , D e V o valor de mercado do capital próprio (ações), da dívida (obrigações) e da empresa, respectivamente, \bar{X} o resultado médio esperado antes de juros e impostos e ρ_k o custo médio ponderado do capital ou a taxa de desconto que os investidores aplicam a um fluxo de rendimento de risco semelhante ao dos títulos da empresa, pertencente a uma determinada classe k , tem-se:

$$V_j = S_j + D_j = \frac{\bar{X}_j}{\rho_k} \Rightarrow \rho_k = \frac{\bar{X}_j}{V_j} \quad (1.1)$$

para uma qualquer empresa j da mesma «classe de rendimento».

Em equilíbrio a relação (1.1), que nos mostra que o valor da empresa e o custo médio ponderado do capital são independentes da sua estrutura do capital⁽⁴⁾, tenderá a verificar-se, necessariamente, para uma qualquer empresa j da mesma classe de risco. A sua não verificação levará a funcionar o

constância do custo médio ponderado do capital ou taxa de desconto que o mercado aplica a uma renda de rendimentos gerados por activos de empresas distintas só é possível quando se trata de fluxos de rendimento homogêneos, ou seja, de igual risco económico.

⁽³⁾ Hipótese que permite classificar as empresas em grupos homogêneos, dentro dos quais os títulos das diferentes empresas são substitutos perfeitos.

⁽⁴⁾ «... the market value of any firm is independent of its capital structure and is given by capitalizing its expected return at the rate ρ_k appropriate to its class» (MM, 1958, p. 268).

mecanismo de arbitragem até que o equilíbrio se restabeleça⁽⁵⁾. Esta famosa proposição de MM, bem como os seus corolários, ao afirmar que a política de endividamento é irrelevante, fundamenta-se no «princípio da aditividade do valor» ou, mais precisamente, no seu recíproco, «lei de conservação do

⁽⁵⁾ Seguindo MM (1958), para compreendermos este mecanismo de arbitragem que debaixo das hipóteses assumidas conduz ao equilíbrio, qualquer que seja a estrutura de financiamento da empresa, considerem-se duas empresas 1 e 2, pertencentes à mesma classe, cujo resultado médio antes de juros e impostos é \bar{X} , que por comodidade de exposição supomos igual para ambas. Suponha-se, também, que a empresa 1 é apenas financiada por capitais próprios e a empresa 2 por endividamento e capitais próprios, sendo, por hipótese, o valor da empresa 1 inferior ao da empresa 2 ($V_1 < V_2$).

Admita-se um investidor que possui uma quantidade s_2 de acções da empresa 2, as quais representam uma fracção α das acções totais dessa empresa (S_2), $s_2 = \alpha S_2$. O rendimento anual da carteira deste acionista (Y_2), partindo do princípio que só detém acções desta empresa, será dado por:

$$(a) \quad Y_2 = \alpha(\bar{X} - i_d D_2)$$

em que i_d é o custo de cada unidade de capital alheio utilizada (taxa de juro) e D_2 o montante de endividamento da empresa 2.

No contexto das hipóteses assumidas por MM, qualquer investidor poderá pedir emprestado e emprestar a uma taxa igual ao custo do endividamento enfrentado pela empresa (i_d). O investidor que detém acções da empresa 2 poderá pedir emprestada uma quantia de capital igual a αD_2 e vender as acções que detém da empresa 2 de valor $s_2 = \alpha S_2$ e, com o produto ($\alpha D_2 + \alpha S_2$), comprar acções da empresa 1 no montante $s_1 = \alpha D_2 + \alpha S_2$, assegurando, deste modo, a seguinte fracção das acções da empresa 1:

$$\frac{s_1}{S_1} = \frac{\alpha(S_2 + D_2)}{S_1}$$

obtendo agora, esse investidor, o rendimento Y_1 , em que:

$$(b) \quad Y_1 = \frac{\alpha(S_2 + D_2)}{S_1} \bar{X} - i_d \alpha D_2$$

$$= \alpha \frac{V_2}{V_1} \bar{X} - i_d \alpha D_2$$

Comparando (a) e (b), observa-se que se $V_2 > V_1$, hipótese de partida, ocorre que $Y_1 > Y_2$, o que levaria os detentores das acções da empresa 2 a vender as suas acções e a comprar acções da empresa 1. Esta situação levaria o preço das acções da empresa 1 a subir e o preço das acções da empresa 2 a descer, até ao ponto em que $V_1 = V_2$.

Partimos da situação em que $V_1 < V_2$, e vimos como o mecanismo de arbitragem funciona até que $V_1 = V_2$; do mesmo modo, se $V_1 > V_2$ o mecanismo de arbitragem começará a funcionar, mas agora no sentido inverso (os investidores venderiam acções da empresa 1 e comprariam acções da empresa 2), até que o equilíbrio se restabeleça.

valor», segundo a qual o valor de um activo se mantém independente dos direitos sobre o mesmo, Brealey e Myers (1998).

Proposição II de MM

De acordo com a proposição II de MM, a taxa de retorno das acções de uma empresa financiada por capitais próprios e alheios, ou custo dos capitais próprios (i_s), é igual ao custo dos capitais próprios de uma empresa da sua classe de rendimento financiada exclusivamente por capitais próprios, acrescida de um prémio por virtude do seu maior risco financeiro, como a seguir se evidencia.

Sendo i_d o custo de mercado do endividamento, tem-se, por definição,

$$i_s = \frac{\bar{X} - i_d D}{S} \quad (1.2)$$

Atendendo à proposição I, $\bar{X} = \rho_k V = \rho_k (S+D)$, a expressão (1.2) pode reescrever-se da seguinte forma:

$$i_s = \frac{\rho_k (S+D) - i_d D}{S} = \rho_k + (\rho_k - i_d) \frac{D}{S} \quad (1.3)$$

No caso de uma empresa financiada exclusivamente por capitais próprios tem-se $i_s = \rho_k$. Assim, da expressão (1.3) resulta que a taxa de retorno esperada das acções de uma empresa financiada por capitais próprios e alheios é igual a essa mesma taxa para as acções de uma empresa financiada exclusivamente por capitais próprios, pertencente à mesma «classe de rendimento», acrescida de $(\rho_k - i_d)D/S$. Esta parcela traduz o prémio do risco financeiro que os accionistas das empresas que possuem financiamento alheio terão que suportar. Aquele prémio, como se pode constatar, depende da diferença entre ρ_k e i_d e do peso relativo do endividamento na estrutura do capital. Resulta, pois, que o acréscimo da taxa de rendibilidade esperada

das acções, motivado pelo acréscimo do endividamento, não beneficia os accionistas, dado que apenas os compensa pelo maior risco financeiro⁽⁶⁾. Assim, segundo MM, nenhuma empresa poderá beneficiar ou prejudicar os seus accionistas por virtude das suas opções, no que se refere à estrutura do capital.

Desenvolvimentos posteriores a MM, ao mesmo tempo que procuram analisar a robustez das suas proposições quando algumas das hipóteses em que os autores se baseiam são abandonadas, têm tentado evidenciar as suas principais limitações. Entre esses trabalhos são de destacar, desde já, os de Stiglitz (1969), Rubinstein (1973) e Senbet e Taggart (1984).

Stiglitz (1969), considerando um modelo de estados de preferência (*state-preference*), desenvolveu as condições gerais de validade da proposição I de MM e mostrou que os resultados de MM são mais robustos do que se pensava até então. Segundo aquele autor, a validade dos resultados de MM não depende da hipótese de que as empresas podem ser agrupadas em classes de «rendimento equivalente», nem do grau de competitividade dos mercados de capitais⁽⁷⁾. Por seu turno, Rubinstein (1973) mostrou que o valor da empresa se mantém independente da sua estrutura do capital, mesmo na presença de endividamento com risco. Na mesma linha, Senbet

⁽⁶⁾ Importa recordar que, no contexto das hipóteses assumidas por MM, não existe a possibilidade de se verificar qualquer desfasamento temporal entre o incremento do peso relativo do endividamento na estrutura do capital e o aumento das taxas de rendibilidade exigidas pelos accionistas.

⁽⁷⁾ Porém, defende que alguns dos pressupostos, explícitos ou implícitos na formulação original das proposições de MM, quando não verificados poderão tornar a escolha da estrutura do capital da empresa relevante em termos da sua valorização, pois sustenta que: (i) a partir de determinado nível de endividamento o acréscimo do risco de insolvência da empresa pode implicar uma diminuição do seu valor; (ii) as alterações na estrutura do capital podem constituir um factor importante na formação das expectativas dos investidores e, (iii) o endividamento das empresas e dos indivíduos não são substitutos perfeitos (hipótese central em que MM se baseiam para explicitarem o mecanismo de arbitragem que conduz ao equilíbrio evidenciado pela expressão 1.1, qualquer que seja a estrutura do capital da empresa), por virtude das diferenças ao nível do risco que representam, dos custos de transacção que têm que enfrentar e do tratamento fiscal a que estão sujeitos.

e Taggart (1984) mostraram que a conclusão da irrelevância da estrutura do capital sobre o valor da empresa pode ser generalizada na presença de algumas imperfeições do mercado de capitais, desde que a empresa possua vantagens comparativas para lidar com essas imperfeições. A tentativa de todas as empresas, nestas circunstâncias, de lucrarem com essas vantagens conduzirá a uma estrutura óptima do capital para o sector empresarial no seu conjunto mas, para cada uma das empresas considerada individualmente, a estrutura de financiamento permanece sem importância.

Apesar de as principais conclusões do modelo de MM resistirem ao abandono de algumas das hipóteses restritivas que lhes estão subjacentes, outras há que, quando abandonadas, as colocam em causa. Como se verá adiante, o abandono das principais hipóteses em que o modelo se baseia tem mesmo constituído o principal embrião das diferentes linhas de abordagem que a literatura tem seguido.

1.2.1. O modelo de MM na presença de impostos sobre o rendimento das pessoas colectivas

No seu trabalho original MM (1958), ao referirem-se aos impostos sobre o rendimento das pessoas colectivas, defendem que, sendo os juros da dívida dedutíveis para efeitos do cálculo do lucro tributável da sociedade, o valor de uma empresa de uma mesma classe de risco não seria proporcional ao seu resultado médio esperado (\bar{X}) — como é evidenciado pela relação (1.1) — mas sim proporcional ao resultado esperado líquido de impostos e acrescido dos juros (\bar{X}^t), sem que a consideração dos impostos afectasse as conclusões contidas nas suas proposições. No entanto, mais tarde, MM (1963) vêm a reconhecer que o efeito fiscal acima referido se encontrava mal avaliado no seu modelo original, ao afirmarem: «in fact, it can be shown — and this time it really be shown — that ‘arbitrage’ will make values within any class as function not only of expected after-tax returns, but of the tax

rate and degree of leverage. This means, among other things, that the tax advantages of debt financing are somewhat greater than we originally suggested ...» (MM, 1963, p. 434).

29

Sendo t_c a taxa de imposto, constante, que tributa o rendimento das sociedades, ter-se-á:

$$\begin{aligned}\bar{X}^t &= (\bar{X} - i_d D)(1 - t_c) + i_d D \\ &= \bar{X}(1 - t_c) + t_c i_d D\end{aligned}\tag{1.4}$$

onde, recorde-se, \bar{X} , \bar{X}^t , i_d e D , representam, respectivamente, o resultado médio esperado antes da dedução de juros e impostos, o resultado médio esperado líquido de impostos e acrescido de juros, a taxa de juro e o montante de endividamento da empresa.

MM consideram agora que, para uma empresa endividada \bar{X}^t é, na realidade, composto por duas parcelas: uma de natureza aleatória, $\bar{X}(1 - t_c)$, e outra de natureza certa, $t_c i_d D$; devendo estas duas parcelas ser actualizadas a taxas diferentes para se encontrar o valor de equilíbrio de uma empresa endividada⁽⁸⁾. A primeira parcela, $\bar{X}(1 - t_c)$, deve ser actualizada a uma taxa ρ_k^t , que é a taxa que o mercado aplica para actualizar o resultado líquido de impostos de uma empresa não endividada com resultado médio esperado \bar{X} e pertencente à mesma classe que a empresa em questão; a segunda, $t_c i_d D$, deve ser actualizada a uma taxa i_d , que é a taxa que o mercado utiliza para actualizar um fluxo de rendimento de natureza certa gerado pelas dívidas.

⁽⁸⁾ MM (1963), supõem um conjunto de condições do qual depende a validade desta conclusão, nomeadamente: (i) a empresa gera resultados que lhe permitem a dedução integral dos encargos do endividamento ou reportar prejuízos; (ii) não existe qualquer risco de falência; (iii) a taxa de tributação sobre o rendimento das pessoas colectivas mantém-se constante ao longo do tempo e (iv) a duração dos empréstimos é ilimitada.

Assim, representando por VE e VNE o valor de mercado de uma empresa endividada e não endividada, respectivamente, tem-se:

$$\begin{aligned} VE &= \frac{\bar{X}(1-t_c)}{\rho_k^t} + \frac{t_c i_d D}{i_d} \\ &= VNE + t_c D \end{aligned} \tag{1.5}$$

Como se pode observar, a diferença entre o valor de uma empresa endividada e o de outra não endividada, pertencente à mesma classe, é igual ao valor actual dos benefícios fiscais que o endividamento proporciona, $t_c D$, na hipótese de endividamento permanente. Esta igualdade deverá verificar-se, necessariamente, em equilíbrio. Não se verificando, entrará em funcionamento o mecanismo de arbitragem que a restabelece de imediato⁽⁹⁾. Esse mecanismo decorre das hipóteses assumidas acerca do funcionamento do mercado, nomeadamente: (i) possibilidade de os investidores se endividarem nas mesmas condições que as empresas; (ii) inexistência de impostos sobre o rendimento das pessoas singulares ou, a existirem, tributam da mesma forma os rendimentos provenientes de diferentes categorias: juros, dividendos e ganhos de capital e (iii) as poupanças de imposto da sociedade, decorrentes da utilização dos capitais alheios, podem ser consideradas como um fluxo perpétuo de rendimento sem risco.

⁽⁹⁾ Tal mecanismo levará os investidores a transferirem os seus capitais das empresas relativamente sobreavaliadas para as empresas relativamente subavaliadas, sempre que a igualdade não se verifique pois, assim, aumentariam a eficiência da sua carteira de investimentos. Sempre que $VE < VNE + t_c D$, os investidores venderiam as acções que possuem da empresa não endividada e adquiririam títulos (acções e obrigações) da empresa endividada até que o equilíbrio se restabelecesse; caso se verifique, em dado momento, $VE > VNE + t_c D$, o processo dar-se-á no sentido inverso.

1.2.2. Implicações dos trabalhos de MM

31

Os trabalhos de MM (1958 e 1963), embora forneçam uma inestimável contribuição para o desenrolar da teoria da estrutura do capital, estabelecem proposições que, apesar da sua coerência e do seu rigor analítico, não nos proporcionam uma explicação satisfatória das políticas de financiamento observadas no mundo real (Palenzuela e Hidalgo, 1990). Como os próprios autores reconhecem — quando introduzem no modelo os impostos sobre o rendimento das sociedades, ao concluírem que o valor da empresa seria máximo e o custo médio ponderado do seu capital mínimo, quando se financia a cem por cento com capitais alheios —, existem outros elementos que intervêm na determinação da estrutura do capital.

MM (1958), ao evidenciarem em que condições a estrutura do capital é irrelevante, contribuíram para que se iniciassem tantas linhas de investigação quantas as hipóteses assumidas no seu modelo. Essas linhas de investigação, fundamentando-se nas imperfeições do mercado, têm procurado evidenciar vários custos e benefícios de estratégias de financiamento alternativas que, por si só ou em conjunto, tornam a escolha da estrutura do capital relevante no que se refere ao valor da empresa⁽¹⁰⁾. Entre as imperfeições de mercado que têm sido consideradas com maior frequência enquanto condicionantes das escolhas financeiras das empresas, são de destacar os efeitos fiscais, os custos de insolvência financeira, os custos de agência e, ainda, os custos resultantes da existência de assimetrias de informação entre administradores e investidores actuais e futuros. Nas próximas secções concentraremos a nossa atenção nos efeitos da fiscalidade e dos custos de insolvência financeira nas decisões relativas à estrutura do capital das sociedades, deixando para os próximos capítulos as restantes imperfeições de mercado que, igualmente, podem condicionar aquelas decisões.

⁽¹⁰⁾ Para uma síntese de alguns dos tipos de imperfeições do mercado que podem afectar as políticas financeiras adoptadas pelas empresas, veja-se, entre outros, o estudo de Barnea *et al.* (1981).

1.3. Efeito conjunto da tributação sobre o rendimento das pessoas colectivas e investidores ...

32

Até agora, a tributação sobre os rendimentos dos investidores (accionistas e credores) esteve ausente da análise. Quando esta forma de tributação (imposto sobre o rendimento das pessoas singulares) é incluída na análise, a investigação existente é unânime ao afirmar que a escolha da estrutura de financiamento das empresas deve permitir maximizar o rendimento disponível para os detentores do capital próprio e alheio depois de impostos, ou seja, deve procurar minimizar o valor actual da sua carga fiscal, bem como a dos seus accionistas e credores. Porém, a mesma investigação tem apontado respostas contraditórias no que se refere aos potenciais efeitos fiscais na escolha da estrutura do capital de uma empresa em particular. Enquanto uns sustentam que a consideração da tributação sobre o rendimento das sociedades e dos investidores não permite a definição de uma estrutura do capital que conduza a um valor superior da empresa (ou seja, a tese original de MM), outros defendem que a estrutura do capital não é neutra, no que se refere ao valor da empresa, na presença das duas classes de impostos. Segundo estes, os efeitos fiscais são relevantes, só por si ou em conjunto com outros factores, na definição da estrutura do capital óptima de uma empresa em particular.

Para que se possam compreender os diferentes posicionamentos, importa distinguir duas situações no que se refere às fontes de protecção fiscal disponíveis (*tax shelters*)⁽¹¹⁾.

⁽¹¹⁾ Ao longo do presente texto, quando nos referimos simplesmente a «fontes de protecção fiscal» queremos designar todos os factores minimizadores do imposto a pagar sobre o rendimento das pessoas colectivas, seja pela via da redução da matéria colectável ou pela da dedução à colecta (ex. juros, amortizações, reintegrações, dedução de perdas, crédito fiscal por investimento, etc.).

1.3.1. ...na hipótese em que apenas os encargos da dívida são autonomizados enquanto fontes de protecção fiscal da empresa

Miller (1977), considerando que o endividamento das empresas é isento de risco para os investidores e um mercado onde não existem custos de transacção ou de intermediação, defendeu que a consideração da tributação dos rendimentos societários e dos investidores torna a estrutura do capital irrelevante no que se refere ao valor das empresas, quando cada uma delas é considerada individualmente. Segundo o autor, apesar de existir um montante de endividamento óptimo, determinado pelos impostos, ao nível das empresas no seu conjunto, não existe uma estrutura do capital óptima ao nível de uma empresa em particular.

Admitindo a notação utilizada na secção anterior e designando por t_s e t_d as taxas marginais de imposto que tributam os rendimentos dos accionistas (dividendos e mais-valias) e dos obrigacionistas⁽¹²⁾, respectivamente, a poupança de imposto resultante do endividamento da empresa virá dada pela diferença (C) entre o rendimento dos accionistas e dos obrigacionistas, líquido de todos os impostos, na hipótese de um endividamento igual a D e, o mesmo rendimento, na hipótese de um endividamento nulo. Especificando,

$$C = [(\bar{X} - i_d D)(1 - t_c)(1 - t_s) + i_d D(1 - t_d)] - \bar{X}(1 - t_c)(1 - t_s) \quad (1.6)$$

Actualizando esta renda perpétua, resultante da poupança de imposto, a uma taxa igual ao custo de oportunidade dos obrigacionistas depois de impostos, $i_d(1 - t_d)$, tem-se:

(12) Supõe-se, à semelhança de Suárez (1993, p. 586), como hipótese simplificadora de exposição, que t_s e t_d são iguais para todos os accionistas e obrigacionistas marginais, respectivamente.

$$C = \left[1 - \frac{(1-t_c)(1-t_s)}{(1-t_d)} \right] D \quad (1.7)$$

expressão que traduz a vantagem fiscal do endividamento, apresentada por Miller (1977). Sendo, por isso, o valor de uma empresa endividada dado por:

$$VE = VNE + C \quad (1.8)$$

Na hipótese de $t_d = t_s$, o benefício líquido do endividamento seria dado por $t_c D$, conforme as conclusões de MM (1963). O efeito do endividamento será neutro, em relação ao valor da empresa, quando a estrutura de taxas for tal que:

$$(1-t_d) = (1-t_c)(1-t_s) \quad (1.9)$$

ou seja, quando a poupança de imposto resultante do endividamento for nula.

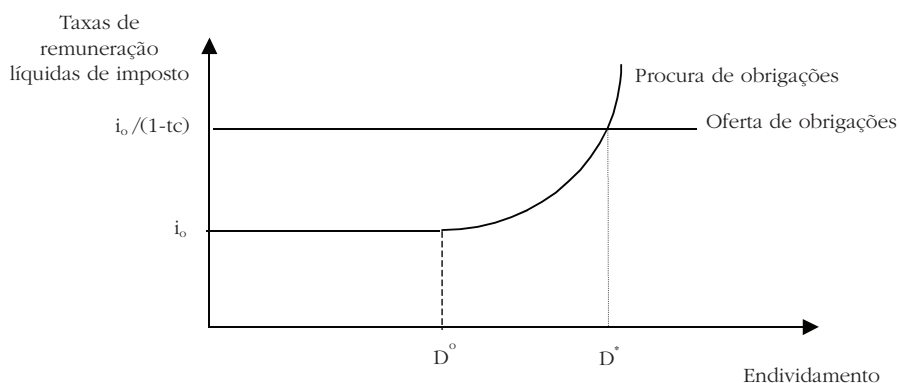
Qualquer estrutura de taxas que se afaste da que é dada pela expressão (1.9) não constituirá, segundo Miller, uma situação de equilíbrio dado que, no quadro das hipóteses assumidas, os investidores reagem de forma racional com vista a maximizar o seu rendimento líquido de impostos. Assim, esta estrutura de taxas é a que tende a verificar-se em equilíbrio e sobre a qual assenta o modelo de Miller.

Admitindo que $t_s=0$ (o que, segundo Miller, encontra justificação na importância crescente do peso dos investidores institucionais isentos de tributação no segmento accionista dos mercados de capitais)⁽¹³⁾, a situação de equilíbrio no mercado obrigacionista pode ser visualizada na Figura 1.1.

⁽¹³⁾ Esta hipótese, apesar da justificação apresentada, pode ser abandonada, mantendo-se no entanto as principais conclusões do modelo, apesar de acrescer a sua complexidade.

A taxa i_0 é aquela que, em equilíbrio, remunera os títulos cujo rendimento não é tributado em sede de imposto sobre o rendimento dos investidores. Esta taxa coincide com a taxa de rendimento líquida de impostos dos investidores isentos ou dos que gozam de isenção fiscal, por virtude do seu baixo rendimento.

Fig. 1.1 – Curvas de oferta e procura agregadas de obrigações



Fonte: Adaptado de Miller (1977, p. 269).

Dado que os juros da dívida são dedutíveis para efeitos do cálculo de imposto sobre o rendimento das pessoas colectivas, a curva de oferta de obrigações é infinitamente elástica, com ordenada na origem $i_0/(1-t_c)$, que é a taxa máxima que as empresas estão dispostas a oferecer dado o benefício fiscal resultante do endividamento. A curva da procura de obrigações possui uma secção paralela ao eixo das abcissas e a partir daí é continuamente crescente, dada a progressividade das taxas de imposto a que os investidores estão sujeitos. Logo que a procura dos investidores isentos ou de baixos rendimentos se encontra satisfeita — o que permite um nível de endividamento para o conjunto das empresas dado por D^0 —, os investi-

dores sujeitos a imposto apenas estão dispostos a subscrever obrigações se lhes for oferecida uma taxa de remuneração que os compense, pelo menos, do acréscimo de imposto a que estão sujeitos, ou seja, $i_0/(1-t_d)$. Assim as empresas, ao começarem a endividar-se, podem obter um benefício fiscal resultante do endividamento, ao colocarem os seus títulos da dívida junto dos investidores isentos ou de baixos rendimentos. Mas, à medida que pretendem mais capitais alheios, alguns investidores sujeitos a imposto devem ser aliciados, em virtude da saturação dos anteriores, a deter títulos da dívida em lugar de acções, sendo necessário oferecer-lhes taxas de remuneração dos seus capitais que os compensem do desfavorável tratamento fiscal a que irão estar sujeitos. Obter-se-á, assim, um ponto em que o acréscimo nas taxas exigidas pelos obrigacionistas é exactamente igual ao benefício fiscal resultante do endividamento para todas as empresas, sendo este o montante de endividamento óptimo para o sistema empresarial no seu conjunto (D^*) e onde a estrutura de taxas é tal que $i_0/(1-t_c) = i_0/(1-t_d)$.

Para uma empresa considerada individualmente, a estrutura de taxas que garante a neutralidade fiscal pode dar-se em qualquer ponto, o que leva Miller a concluir que a consideração dos impostos não conduz a uma estrutura óptima do capital, pois não existe um rácio de endividamento óptimo para nenhuma empresa em particular. As empresas que começaram por colocar as suas obrigações junto dos investidores isentos ou de baixos rendimentos obtiveram vantagens com o endividamento. Mas, logo que se assista a uma saturação daqueles investidores e se torne necessário oferecer taxas mais elevadas para atrair investidores situados em escalões de rendimento superiores, atinge-se um ponto (em que, recorde-se, o acréscimo das taxas exigidas pelos obrigacionistas absorve totalmente o benefício fiscal da empresa) a partir do qual nenhuma outra empresa pode obter vantagens ao recorrer ao endividamento ou ser penalizada pelo facto de utilizar menos capital alheio na sua estrutura de financiamento. Assim, se o montante total dos títulos da dívida disponíveis no mercado corresponder às necessidades

dos investidores, qualquer empresa, isoladamente, pode considerar que a política de endividamento é irrelevante, pois a sua poupança fiscal líquida é nula.

O modelo de Miller, apesar de resistir bem ao abandono da hipótese restritiva $t_s=0$ — pois se $t_s>0$ a curva de oferta de títulos da dívida desloca-se paralelamente para cima, passando a ter como ordenada na origem $i_0/[(1-t_c)(1-t_s)]^{(14)}$ —, sofre críticas por se basear em hipóteses pouco realistas sobre a tributação das sociedades e dos investidores. Entre estas, é de realçar a de que o modelo assenta na hipótese de que a poupança fiscal da empresa por cada unidade adicional de endividamento é constante, o mesmo é dizer, supõe que os resultados da empresa antes da dedução dos encargos financeiros do endividamento são persistentemente positivos e de tal ordem que permitem a dedução integral desses mesmos encargos. Não admite, portanto, a possibilidade de os resultados das empresas se situarem a um nível inferior àquele que permite a dedução integral dos juros e a existência de fontes de protecção fiscal alternativas às proporcionadas pelo endividamento. A este assunto dedicaremos a próxima secção.

Apesar das críticas que lhe são dirigidas, o modelo de Miller, a par de outros méritos que lhe são apontados, lança as bases para a compreensão do fenómeno das «clientelas fiscais» (*tax clienteles*). Este fenómeno é caracterizado por uma segmentação da procura, motivada quer pela situação fiscal particular dos investidores, quer pela estrutura de financiamento adoptada por cada uma das empresas, e fundamenta-se nas diferenças de custo que as sociedades e os investidores enfrentam quando cada um deles recorre ao crédito, admitindo que ambos possuem igual acesso ao mercado do crédito. Assim, se a taxa marginal de imposto que incide sobre o rendimento

⁽¹⁴⁾ Neste cenário, o nível óptimo de endividamento seria superior a D^* , como poderia ser visualizado na Figura 1.1 após a representação da nova curva de oferta de obrigações. Este acréscimo do montante de endividamento, para o sistema empresarial no seu conjunto, deve-se ao facto de a tributação do rendimento das acções induzir alguns investidores a procurar obrigações, mantendo-se, contudo, a principal conclusão de Miller.

dos investidores (t_d) for superior à taxa de tributação do rendimento das pessoas colectivas (t_c), o rendimento dos investidores, resultante da posse de acções, seria superior quando estes se endividassem em substituição da sociedade, pois o seu benefício fiscal seria superior, admitindo a possibilidade de dedução integral dos encargos financeiros suportados no rendimento colectável do investidor. Neste cenário, a sociedade deverá financiar-se apenas com capitais próprios. Sempre que $t_d < t_c$, acontece, naturalmente, o inverso: o endividamento da sociedade é preferível ao endividamento dos investidores. Resulta, pois, que os investidores — ao actuarem no mercado no sentido de maximizarem o seu rendimento líquido de impostos —, cujo rendimento está sujeito a elevadas taxas de imposto, preferem as acções das empresas financiadas apenas com capitais próprios ou com pouco endividamento, e aqueles cujo rendimento é levemente tributado preferem as acções das empresas fortemente endividadas⁽¹⁵⁾.

Kim (1978) apoia as conclusões de Miller no que se refere ao fenómeno das clientelas fiscais. Segundo aquele autor, os investidores posicionam-se nos diferentes segmentos de mercado em função da taxa de tributação a que está sujeito o seu rendimento. As empresas pouco endividadas tendem a atrair os investidores cujos rendimentos estão sujeitos a uma taxa marginal de tributação que ultrapassa a taxa a que está sujeito o rendimento das sociedades. Ao invés, as empresas fortemente endividadas interessam, fundamentalmente, a outro segmento de investidores: àqueles cujo rendimento é levemente tributado. Porém, os testes realizados por Kim *et al.* (1979), tendo em vista a verificação empírica da hipótese relativa à repartição dos investidores pelas empresas induzida pelo endividamento destas, não produzem conclusões seguras, tal como os próprios autores reconhecem. De

⁽¹⁵⁾ Como salienta Cros (1991), na presença de uma tributação diferenciada sobre o rendimento dos accionistas e obrigacionistas, embora o modelo de Miller não permita a definição de uma estrutura do capital em particular, a análise conduzida a um nível desagregado poderá permitir que se efectue uma repartição dos investidores por níveis de endividamento das empresas.

acordo com os seus resultados, muito embora a relação entre as políticas de endividamento das empresas estudadas e as taxas de tributação dos seus accionistas/obrigacionistas se tenha mostrado significativa no plano estatístico, ela permanece, quanto à sua amplitude, longe da que a análise teórica parece sugerir.

1.3.2. ...na presença de outras fontes de protecção fiscal disponíveis, substitutas das proporcionadas pelo endividamento

Considerando a possibilidade de existirem outras fontes de protecção fiscal (amortizações, reintegrações, crédito fiscal por investimento⁽¹⁶⁾, ...), substitutas dos encargos da dívida⁽¹⁷⁾ — o que até aqui foi omitido —, a utilização integral de todos os factores minimizadores de imposto sobre o rendimento das sociedades é limitada. Neste sentido, trabalhos como os de DeAngelo e Masulis (1980), Modigliani (1982), Kim (1982) e Kim e Taggart (1982), ao reconhecerem explicitamente que, à medida que a proporção do endividamento cresce na estrutura de financiamento da empresa, existe uma probabilidade crescente de o resultado da empresa cair abaixo de determinado nível, onde a protecção de imposto proporcionada por aqueles factores não pode ser utilizada, vão generalizar o modelo de Miller e refutar a sua principal conclusão.

DeAngelo e Masulis (1980), considerando: (i) um modelo de estados de preferência com dois períodos ($t=0$ e $t=1$, em que as empresas e os investidores tomam decisões, no período $t=0$, de endividamento e composição da

⁽¹⁶⁾ Ao contrário das amortizações e reintegrações que constituem fontes de protecção fiscal pela via da sua dedução para efeitos de cálculo do resultado sujeito a imposto, o crédito fiscal por investimento constitui uma fonte de protecção fiscal em virtude da possibilidade de a empresa deduzir uma percentagem do investimento levado a cabo à colecta do imposto societário.

⁽¹⁷⁾ Ao longo do presente texto, para designar os factores minimizadores do imposto sobre o rendimento das pessoas colectivas, não relacionados com o endividamento, são utilizadas indistintamente as expressões «outras fontes de protecção fiscal» e «outros benefícios fiscais».

sua carteira de títulos, respectivamente, antes da verdadeira situação que irá prevalecer em $t=1$ ser conhecida); (ii) que as taxas marginais de imposto, que recaem sobre os rendimentos das obrigações, são superiores às que tributam os dividendos⁽¹⁸⁾ e (iii) que as fontes de protecção fiscal da empresa disponíveis não se esgotam nas proporcionadas pelo endividamento, existindo outras que são substitutas daquelas; mostraram, como iremos ver, que a existência destas fontes alternativas de protecção fiscal é suficiente para que exista um equilíbrio de mercado perante o qual é possível determinar, para cada empresa, uma estrutura óptima de financiamento⁽¹⁹⁾.

Para estabelecerem 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, DeAngelo e Masulis começam por analisar 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. A análise desse comportamento permite-lhes fornecer uma explicação mais rigorosa (relativamente a Miller) do fenómeno das clientelas fiscais e deduzir a curva da procura agregada dos títulos da dívida.

Em face das hipóteses assumidas, para um dado «estado» k do rendimento dos títulos, correspondente aos resultados da empresa antes de encargos dedutíveis e impostos, $X(k)$, o rendimento dos investidores, líquido de impostos, resultante de uma unidade de rendimento auferida a título de dividendos, superaria o rendimento obtido se a mesma unidade fosse re-

⁽¹⁸⁾ Os autores assumem como hipótese simplificadora uma estrutura de taxas de tributação heterogénea, onde as taxas marginais t_d e t_s são constantes e são tais que $t_d > t_s$, para todo o investidor i . Esta última hipótese é colocada em virtude do resultado da análise da realidade norte-americana, onde, à data do estudo, as mais-valias resultantes da alienação de títulos detidos há mais de 12 meses apenas eram tributadas em 60% do seu valor.

⁽¹⁹⁾ A presença de custos de insolvência financeira ou de outros custos relacionados com o endividamento, bem como de custos relacionados com a emissão de títulos, não se mostrou necessária para provar a existência de uma estrutura de financiamento única e óptima para cada empresa, sendo por si só, também, suficiente, segundo os autores, para que tal aconteça.

cebida a título de juros. Representando por $P_d(k)$ e $P_s(k)$ o preço corrente de mercado (período $t=0$) de cada unidade de juros e de dividendos recebidos antes de impostos sobre o rendimento, respectivamente, teríamos as taxas de rendimento líquidas de impostos de cada uma das categorias de títulos dadas por:

$$(a) \frac{(1-t_d)}{P_d(k)} \quad e \quad (b) \frac{(1-t_s)}{P_s(k)} \quad (1.10)$$

Agindo os investidores de modo a maximizarem o seu rendimento disponível, sempre que $(a) \neq (b)$ implicaria ajustamentos na sua carteira de títulos: para $(a) > (b)$ os títulos da dívida seriam preferidos relativamente às acções; para $(a) < (b)$ a situação seria inversa e, para $(a) = (b)$ o investidor seria indiferente no que se refere à composição da sua carteira.

Se considerarmos que o rendimento das sociedades é tributado a uma taxa t_c , constante, três situações possíveis, exaustivas e mutuamente exclusivas, podem ocorrer para cada investidor i :

- (1) $(1-t_d) > (1-t_s)(1-t_c)$;
- (2) $(1-t_d) = (1-t_s)(1-t_c)$, situação da neutralidade fiscal de Miller;
- (3) $(1-t_d) < (1-t_s)(1-t_c)$.

Em $t=0$ os investidores, que pretendem maximizar a sua utilidade, irão procurar títulos (acções e obrigações) das empresas que satisfaçam as suas preferências de risco e a situação fiscal a que esperam vir a estar sujeitos em $t=1$. Na hipótese da neutralidade face ao risco por parte dos investidores e na hipótese de que cada «estado» k ocorrerá com uma probabilidade $\pi(k)$, verificar-se-á nos mercados uma estrutura de taxas de rendimento esperado, líquidas de impostos, para os investidores marginais, que os coloca numa posição de indiferença em relação aos títulos que detêm, em virtude dos

preços correntes dos mesmos (\bar{P}_d e \bar{P}_s) que se estabelecem no mercado antes de ser considerada a tributação do rendimento de cada investidor, o mesmo é dizer, que satisfaça a seguinte igualdade para todo o estado k ⁽²⁰⁾:

$$\frac{(1 - t_d^{\text{lim}}) \pi(k)}{P_d} = \frac{(1 - t_d^{\text{lim}})}{\bar{P}_d} = \frac{(1 - t_s^{\text{lim}})}{\bar{P}_s} = \frac{(1 - t_s^{\text{lim}}) \pi(k)}{P_s} \quad (1.11)$$

onde, \bar{P}_d e \bar{P}_s representam os preços correntes de mercado por unidade de rendimento esperado, antes de impostos, dos títulos da dívida e dos capitais próprios, respectivamente.

Para uma estrutura de preços tal que $\bar{P}_d \geq \bar{P}_s$, não existiria no mercado procura de títulos da dívida, em virtude da tributação mais pesada sobre o rendimento a que os juros estão sujeitos. Os títulos da dívida só encontrarão colocação no mercado desde que se verifique a seguinte estrutura de preços: $\bar{P}_d < \bar{P}_s$. Se $\bar{P}_s > \bar{P}_d > \bar{P}_s(1 - t_c)$, assistir-se-á a uma procura dos títulos da dívida pelos investidores marginais relativamente aos quais a relação entre as taxas marginais de tributação é dada pela situação (1) atrás indicada, estando os restantes investidores apenas interessados em deter capital próprio; sempre que $\bar{P}_d = \bar{P}_s(1 - t_c)$, os investidores que se encontram na situação (1) estariam apenas dispostos a deter títulos da dívida e os investidores marginais estariam na situação (2); para $\bar{P}_d < \bar{P}_s(1 - t_c)$, os investidores nas situações (1) e (2) apenas estariam interessados em títulos da dívida e os investidores marginais que procuram estes títulos possuiriam taxas marginais de tributação correspondentes à situação (3).

⁽²⁰⁾ Na hipótese em que os investidores são neutros face ao risco e acreditam que o «estado» k irá ocorrer com probabilidade $\pi(k)$, os mercados irão estabelecer preços (\bar{P}_d e \bar{P}_s) que equacionam todos os rendimentos antes de impostos. Assim, verificar-se-ão, nos mercados dos títulos da dívida e do capital próprio, as seguintes igualdades para os rendimentos antes de impostos: $\pi(k)\bar{P}_d = P_d$ e $\pi(k)\bar{P}_s = P_s$, para todos os k 's.

Depois de analisarem como a presença de uma tributação diferenciada sobre o rendimento actua sobre a procura de cada uma das categorias de títulos, o que lhes permitiu deduzir a curva da procura dos títulos da dívida (Figura 1.2) e fornecer uma explicação mais rigorosa para o fenómeno das «clientelas fiscais», os autores estabeleceram uma ligação entre o valor da empresa e as decisões que a mesma toma quanto à sua estrutura de financiamento, o que lhes permitiu deduzir a curva da oferta de títulos da dívida e produzir algumas hipóteses testáveis referentes às determinantes da estrutura de financiamento, quer da indústria em geral, quer de cada uma das empresas em particular.

Sendo o conjunto de «estados» possíveis do rendimento dos títulos, k , pertencente ao intervalo $[0, \bar{k}]$ e designando por:

$X(k)$ – os resultados da empresa antes de juros, outros encargos dedutíveis que não implicam desembolso e impostos;

F – o montante dos encargos da dívida dedutíveis para efeitos de apuramento da matéria colectável da empresa;

A – o montante dos encargos, além dos resultantes do endividamento, igualmente dedutíveis do resultado tributável (ex: amortizações, reintegrações,...);

R – o montante dos créditos fiscais disponíveis;

α – a fracção máxima da dívida fiscal bruta que pode ser abatida pelos créditos fiscais,

na Tabela 1.1 — considerando que $X(k)$ é uma função monótona crescente e sempre positiva ou nula —, segmenta-se $[0, \bar{k}]$ em subintervalos, evidenciando-se para cada um deles o «estado» condicional do rendimento dos títulos da dívida, $D(k)$, e dos capitais próprios, $S(k)$, depois de impostos sobre os rendimentos societários e antes de impostos sobre o rendimento dos investidores.

Tab. 1.1 – «Estado» condicional do rendimento dos títulos (acções e obrigações) quando são consideradas outras fontes de protecção fiscal para além das relacionadas com o endividamento

D(k)	Imposto suportado pela empresa	S(k)	K
X(k)	0 (pois, $X(k) < F$)	0	$k \in [0, k^1[$
X(k)	0 (pois, $X(k) = F$)	0	$k = k^1$
F	0 (pois, $X(k) \leq F+A$)	$X(k) - F$	$k \in]k^1, k^2]$
F	$t_c(X(k)-F-A) - \alpha t_c(X(k)-F-A)$	$X(k)-F - t_c(X(k)-F-A) + \alpha t_c(X(k)-F-A)$	$k \in]k^2, k^3[$
F	$t_c(X(k)-F-A) - R$	$X(k)-F - t_c(X(k)-F-A) + R$	$k \in [k^3, \bar{k}]$

Fonte: DeAngelo e Masulis (1980, p. 8).

Para $k \in [0, k^1]$, os capitais próprios não são remunerados, pois $X(k)$, a ser positivo, não permite mais do que assegurar, no todo ou em parte, os encargos da dívida. Nesta situação os impostos sobre os rendimentos da empresa são nulos, estando todas as outras fontes de protecção fiscal disponíveis, bem como o montante do crédito de imposto, totalmente inutilizados. Para todos os «estados» k , tal que $k \in]k^1, \bar{k}]$, os accionistas são remunerados, podendo o imposto suportado pela empresa ser positivo ou nulo, dependendo de $X(k)$, do montante dos encargos dedutíveis e dos créditos fiscais. Para $k = k^2$, os resultados da sociedade e o montante dos encargos disponíveis (A e F) equilibram-se, sendo o imposto devido pela empresa nulo. Para $k \in]k^1, k^2[$, assiste-se à perda de algumas das deduções disponíveis e dos créditos fiscais.

Sempre que $k \in]k^2, k^3[$, as deduções são integralmente utilizadas e o montante do crédito de imposto disponível é utilizado na fracção máxima permitida $\alpha^{(21)}$. Para $k \in [k^3, \bar{k}]$, as deduções, bem como o crédito de imposto

(21) Por hipótese, os créditos fiscais a utilizar não podem ultrapassar uma dada fracção da colecta do imposto societário. Assim, para $k \in]k^2, k^3[$, a empresa só poderá utilizar uma parte desses créditos, tendo-se: $R > \alpha t_c(X(k)-F-A)$.

disponível, são utilizados na sua totalidade, sendo agora $R \leq \alpha t(X(k)-F-A)$. Logo que $k \in]k^2, \bar{k}]$, a empresa suporta impostos.

Para todos os «estados» k , tal que $k \in [k^1, k^3]$, a empresa incorre em perdas das fontes de protecção fiscal disponíveis, não relacionadas com o endividamento, em parte devido ao montante de capitais alheios utilizados; encontrando-se aqui o ponto central do modelo que conduz à existência de uma estrutura óptima de financiamento⁽²²⁾.

Sendo o valor de mercado da empresa i dado pela expressão $V_i = D_i + S_i$ (em que D_i e S_i representam, respectivamente, o valor de mercado do endividamento e do capital próprio, isto é, o valor corrente a preços de mercado, $P_d(k)$ e $P_s(k)$, dos vectores de rendimento de cada uma das categorias de títulos, $\{D(k)\}$ e $\{S(k)\}$, antes de impostos sobre o rendimento dos investidores), os cenários considerados na Tabela 1.1 permitem-nos evidenciar a variação marginal do valor da empresa i , provocada pelas alterações na sua estrutura de financiamento⁽²³⁾:

$$\begin{aligned} \frac{\partial V}{\partial F} = & \int_{k^1}^{k^2} \{P_d(k) - P_s(k)\} dk + \int_{k^2}^{k^3} \{P_d(k) - P_s(k)(1 - t_c(1 - \alpha))\} dk + \\ & + \int_{k^3}^{\bar{k}} \{P_d(k) - P_s(k)(1 - t_c)\} dk \end{aligned} \quad (1.12)$$

⁽²²⁾ Sublinhe-se que num mercado de capitais perfeito, em que existe neutralidade ao risco e convicções homogêneas por parte dos investidores, o montante dos encargos do endividamento, F , é uma *proxy* do volume de capitais alheios utilizados pela empresa na sua estrutura de financiamento.

⁽²³⁾ Repare-se que da Tabela 1.1 podemos retirar o valor de mercado da dívida e do capital próprio de uma determinada empresa, tendo-se, respectivamente:

$$\begin{aligned} D = & \int_0^{\bar{k}} D(k) P_d(k) dk = \int_0^{k^1} X(k) P_d(k) dk + \int_{k^1}^{\bar{k}} F P_d(k) dk \\ S = & \int_0^{\bar{k}} S(k) P_s(k) dk = \int_0^{k^1} 0 P_s(k) dk + \int_{k^1}^{k^2} [X(k) - F] P_s(k) dk + \\ & + \int_{k^2}^{k^3} [X(k) - F - t_c(X(k) - F - A) + \alpha t_c(X(k) - F - A)] P_s(k) dk + \int_{k^3}^{\bar{k}} [X(k) - F - t_c(X(k) - F - A) + R] P_s(k) dk . \end{aligned}$$

Esta relação põe em evidência que na presença de outros benefícios fiscais ($A > 0$) e do crédito de imposto ($R > 0$), considerados substitutos, em termos de protecção fiscal, dos encargos resultantes do endividamento, as decisões de financiamento da empresa produzem efeitos no seu valor de mercado, sendo, por isso, necessariamente relevantes.

Considerando a hipótese, relativa à neutralidade ao risco e convicções homogéneas por parte dos investidores, $P_d = \bar{P}_d \pi(k)$ e $P_s = \bar{P}_s \pi(k)$, a expressão (1.12) pode escrever-se:

$$\begin{aligned} \frac{\partial V}{\partial F} = & \{\bar{P}_d(k) - \bar{P}_s(k)\} \int_{k^1}^{k^2} \pi(k) dk + \{\bar{P}_d(k) - \bar{P}_s(k) (1-t_c(1-\alpha))\} \int_{k^2}^{k^3} \pi(k) dk + \\ & + \{\bar{P}_d(k) - \bar{P}_s(k) (1-t_c)\} \int_{k^3}^{\bar{k}} \pi(k) dk \end{aligned} \quad (1.13)$$

Esta expressão traduz, de forma mais clara do que a anterior, o valor actual do rendimento marginal esperado, antes de impostos sobre os rendimentos dos investidores e depois de impostos sobre os rendimentos societários, conseguido através da substituição de uma unidade adicional de rendimento dos capitais próprios por uma unidade de rendimento da dívida. Esse rendimento está dependente da utilização efectiva das fontes de protecção fiscal disponíveis, tendo em conta uma variação marginal no seu endividamento, como se pode ver pelas três componentes da expressão (1.13). A primeira parcela evidencia o valor actual da substituição, em termos de rendimento, do capital próprio pelo endividamento, tendo em conta a perda total da protecção marginal, em sede de imposto sobre os rendimentos societários, proporcionado pelas diversas deduções disponíveis. O integral correspondente exprime a probabilidade de uma tal perda ocorrer sempre que a empresa emite uma unidade adicional de dívida. A segunda parcela representa o valor actual da substituição considerada, sempre que

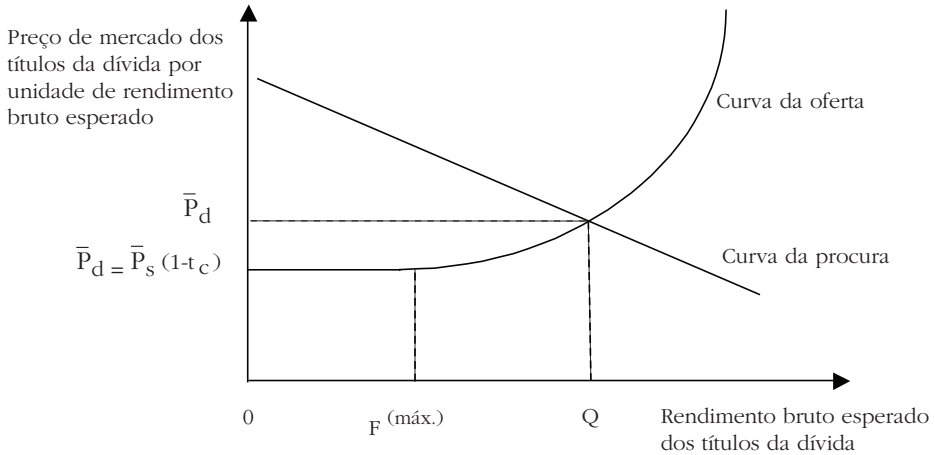
ela implique a perda parcial da protecção fiscal marginal proporcionada pelo *plafond* máximo do crédito de imposto que a empresa pode utilizar. A probabilidade desta perda ocorrer é exprimida pelo segundo integral. Finalmente, a última parcela não é mais do que o valor actual da substituição em análise, tendo em conta, agora, a possibilidade da total utilização da protecção fiscal permitida pelo crédito de imposto disponível (R). O integral correspondente traduz a probabilidade de utilização completa desta possibilidade, associada ao endividamento marginal da empresa.

Para cada empresa mostra-se, assim, que existe um montante de endividamento óptimo (compatível com uma situação de equilíbrio de mercado), a que corresponde um montante de juros suportados dados por F^* , tal que,

$$\frac{\partial V}{\partial F}[F^*] = 0 \quad (1.14)$$

A curva da oferta de títulos da dívida (Figura 1.2), do conjunto das empresas, começa por ser horizontal para a relação do preço dos títulos $\bar{P}_d = \bar{P}_s(1 - t_c)$, a que corresponde uma estrutura de taxas marginais de tributação dos rendimentos dos investidores dada pelo caso (2), $[(1-t_d) = (1-t_s)(1-t_c)]$, situação que tenderá a verificar-se até que cada uma das empresas recorra às diversas fontes de protecção fiscal disponíveis, implicando a plena utilização dessas fontes um montante de endividamento máximo, a que corresponde $F^{(máx.)}$. A partir deste ponto, por virtude das perdas parciais ou totais das outras fontes de protecção fiscal disponíveis, as empresas são conduzidas a não oferecerem títulos da dívida, a menos que o seu preço por unidade de rendimento esperado se eleve de tal modo que as compense das possíveis perdas das outras fontes de protecção fiscal disponíveis, associadas a todo o endividamento suplementar. Explica-se, assim, o crescimento da curva da oferta de títulos da dívida além de $F^{(máx.)}$ (vide Figura 1.2).

Fig. 1.2 – Equilíbrio no mercado dos títulos da dívida na presença de substitutos do endividamento, enquanto fontes de protecção fiscal da empresa



Fonte: DeAngelo e Masulis (1980, p.13).

Agora, associado à situação de equilíbrio de mercado, dada pelo endividamento global Q , a que corresponde uma estrutura de preços dos títulos dada por $\bar{P}_d > \bar{P}_s(1-t_c)$, cada empresa pode definir um nível de endividamento óptimo, a que corresponde F^* , na sua estrutura de financiamento^{(24),(25)}. Para esse nível de endividamento a desvantagem marginal prevista, no que se refere à tributação dos rendimentos dos títulos da dívida (em virtude das taxas de tributação mais pesadas a que os juros estão sujeitos), é igual à poupança marginal de imposto da empresa proporcionada pelo seu endividamento, tendo em atenção a probabilidade de utilização

⁽²⁴⁾ Na situação de equilíbrio, a relação entre os preços dos títulos, $\bar{P}_d > \bar{P}_s(1-t_c)$, implica que a estrutura de taxas de tributação seja tal que $(1-t_d) > (1-t_s)(1-t_c)$, isto é, a estrutura de taxas é tal que permite a todo o investidor marginal obter um rendimento líquido de impostos superior àquele a que renuncia quando substitui uma unidade de capital próprio por uma unidade de dívida na sua carteira de activos financeiros.

⁽²⁵⁾ Se o endividamento da empresa não implicar qualquer risco para os investidores, F^* será tal que: $F^{(\text{máx.})} < F^* \leq X^{(\text{min.})}$.

efectiva das outras fontes de protecção fiscal disponíveis⁽²⁶⁾. Assim, todo o nível de endividamento inferior/superior ao que corresponde a F^* , implica que a dívida tenha um valor marginal positivo/negativo, respectivamente, para a empresa considerada.

O modelo apresentado ao mesmo tempo que mostra, no quadro das hipóteses assumidas, que a política de endividamento não é neutra em relação ao valor da empresa, sempre que se mantém inalterada a política de investimento, produz importantes hipóteses testáveis. De entre elas, é de destacar a que aponta para uma redução do peso do endividamento na estrutura do capital das empresas, com o acréscimo das suas fontes de protecção fiscal disponíveis não relacionadas com o endividamento, pois é aquela que é considerada pelos próprios autores, e pela literatura em geral, como a mais relevante.

Modigliani (1982), Kim (1982)⁽²⁷⁾ e Kim e Taggart (1982), concentrando-se, essencialmente, do lado da procura de títulos, apresentam-nos modelos diferentes na forma mas próximos do anterior quanto às conclusões que produzem. Continuam no mesmo quadro de hipóteses e consideram, adicionalmente, os efeitos da inflação (apenas Modigliani) e a presença de impostos sobre os ganhos de capital dos investidores.

Para estes autores (à semelhança de DeAngelo e Masulis), a integração da oferta com a procura de títulos levará a estabelecer no mercado

⁽²⁶⁾ Note-se que, à medida que o endividamento aumenta, a poupança marginal de imposto realizada ao nível da empresa diminui e, ao mesmo tempo, aumenta a carga fiscal sobre o rendimento dos investidores sempre que se procede à substituição de uma unidade de capital próprio por uma de dívida.

⁽²⁷⁾ Este autor parte do modelo de Miller (1977) e introduz-lhe os custos associados ao endividamento, onde se incluem aqueles que decorrem da possibilidade de a empresa incorrer em perdas de fontes de protecção fiscal disponíveis, não relacionadas com o endividamento, em face da insuficiência dos seus resultados. Assim, representando por L os custos referidos, o valor de uma empresa endividada, segundo Kim, será dado por:

$$VE = VNE + \left[1 - \frac{(1 - t_c)(1 - t_s)}{(1 - t_d)} \right] D - L.$$

um montante de endividamento de equilíbrio que resulta do somatório das ofertas individuais, também elas de equilíbrio. Para uma determinada empresa, a expansão do endividamento a partir de determinado nível, mantendo-se constante o total dos seus activos, levará o valor de mercado da dívida marginal a decrescer, logo que ela seja tal que implique a perda total ou parcial das outras fontes de protecção fiscal existentes, substitutas dos encargos da dívida.

O valor de mercado de uma empresa i , segundo os autores, é uma função não linear do valor dos títulos da dívida que detém na sua estrutura de financiamento (D_i), a qual possui um máximo absoluto para $D_i = D_i^*$, em que D_i^* é o nível de endividamento óptimo. Este será tanto maior quanto menor for a probabilidade da empresa se ver obrigada a suportar perdas de outros benefícios fiscais disponíveis, probabilidade que aumenta com D_i .

É de sublinhar que o montante de endividamento óptimo, D_i^* , a que foi conduzido Modigliani, poderá ser superior a F^* , apontado por DeAngelo e Masulis, em consequência do impacto da inflação, pois a inflação torna o endividamento, sobretudo o de médio e longo prazos, particularmente atraente.

Dammon e Senbet (1988) utilizaram uma metodologia semelhante à de DeAngelo e Masulis e refutaram parte das suas principais conclusões. Segundo estes autores, quando a política de investimento é considerada endógena, não se pode concluir que o acréscimo das fontes de protecção fiscal, não relacionadas com o endividamento, conduza a uma redução do valor marginal do recurso ao crédito. O resultado do acréscimo daquelas fontes de protecção fiscal sobre o valor marginal da dívida (avaliado em termos da protecção fiscal que proporciona), depende pois de dois efeitos que actuam em sentido contrário: efeito de substituição e efeito de rendimento⁽²⁸⁾.

⁽²⁸⁾ O efeito de rendimento escapa aos modelos (de que é exemplo o de DeAngelo e Masulis) que assumem que a política de investimento se mantém constante.

Por um lado, o acréscimo das fontes de protecção fiscal não relacionadas com o endividamento tendem, *ceteris paribus*, a reduzir o nível de endividamento óptimo, tal como concluem DeAngelo e Masulis, pois constituem um substituto dos encargos financeiros no que se refere à protecção fiscal que proporcionam — efeito de substituição; mas por outro, o acréscimo do investimento líquido tende a acrescer os rendimentos societários sujeitos a imposto, ao mesmo tempo que provoca um aumento das fontes de protecção fiscal disponíveis — efeito de rendimento. Este acréscimo do rendimento societário, ao aumentar a probabilidade de utilização integral das fontes de protecção fiscal disponíveis não relacionadas com o endividamento, torna os encargos financeiros mais valiosos no que se refere à protecção fiscal que proporcionam⁽²⁹⁾. Assim, quando são considerados, em simultâneo, aqueles dois efeitos, não é claro que um aumento das fontes de protecção fiscal disponíveis não relacionadas com o endividamento tornem o recurso ao crédito menos valioso, como é sublinhado pelos autores. Esta conclusão apenas será válida se o efeito de substituição compensar o efeito de rendimento. Se tal não acontecer, o efeito esperado, de um acréscimo daquelas fontes de protecção fiscal sobre o montante de endividamento óptimo a incluir na estrutura do capital, será contrário ao que os modelos, desenvolvidos num contexto em que a política de investimento se mantém constante, sugerem.

No domínio da investigação empírica, os trabalhos que têm procurado testar o efeito das «outras fontes de protecção fiscal disponíveis» na estrutura do capital das empresas, utilizando diferentes indicadores para a sua medição e tendo por base diferentes enquadramentos fiscais, têm-se mostrado divergentes no que se refere às suas conclusões. Por um lado, trabalhos como os de Long e Malitz (1985), Chatterjee e Scott (1989), Biais *et al.* (1994) e

⁽²⁹⁾ Nesta linha atente-se em Mateus e Brandão (2002, p. 203): ...«the problem with using NDTs [non debt tax shields] is that NDTs is positively correlated with profitability and investment and this kind of measure can induce a positive relation between NDTs and debt».

Esperança e Gama (2002) documentam que as «outras fontes de protecção fiscal disponíveis» reduzem a propensão para recorrer ao endividamento; por outro, Bradley *et al.* (1984) e Boquist e Moore (1984) documentam um efeito contrário. Por fim, não faltam ainda aqueles em que se não encontrou qualquer efeito, estatisticamente significativo, do atributo em apreço nas medidas de estrutura do capital utilizadas (ex. Titman e Wessels, 1988; Fischer *et al.*, 1989; Augusto, 1996; Adedeji, 1998 e Francis, 1998).

Em contraste com os estudos anteriores, em que se suscitam dúvidas sobre os efeitos fiscais nas decisões de estrutura do capital, uma outra linha de investigação empírica tem-se centrado no estudo daqueles efeitos em situações pontuais, normalmente caracterizadas, quer por necessidades suplementares de financiamento externo, quer por alterações significativas no regime de tributação dos rendimentos dos capitais próprios e alheios. Nesta linha são de destacar os trabalhos de MacKie-Mason (1990), Trezevant (1992) e Saá-Requeijo (1996), onde se evidencia — os dois primeiros estudos, no contexto das empresas americanas e, o último, no contexto das empresas espanholas — que a situação das empresas no que respeita às «outras fontes de protecção fiscal disponíveis» condiciona a probabilidade de recurso ao endividamento quando se deparam com necessidades pontuais de financiamento externo. Em particular, os resultados obtidos em todos aqueles trabalhos confirmam a hipótese de que a existência de fontes de protecção fiscal alternativas aos encargos financeiros afecta negativamente a probabilidade de recurso a endividamento adicional. Neste mesmo sentido, Gordon e MacKie-Mason (1990), Givoly *et al.* (1992), Schulman *et al.* (1996) e Martins (1998), ao estudarem o impacto de alterações significativas do regime de tributação dos rendimentos dos capitais próprios e alheios (nos dois primeiros estudos por virtude da reforma fiscal americana de 1986; no terceiro estudo motivadas pelas alterações introduzidas na tributação dos rendimentos das pessoas colectivas e investidores em 1972 e 1988, no Canadá e na Nova Zelândia, respectivamente, e, no último, face às alterações

introduzidas pela reforma fiscal de 1988, em Portugal)⁽³⁰⁾, concluíram que nestas situações a fiscalidade exerce um efeito significativo nas decisões relativas à estrutura do capital das empresas.

1.4. Taxa marginal de tributação do rendimento das sociedades e função do benefício fiscal do endividamento

Embora seja reconhecido por numerosos autores que a taxa de imposto marginal de cada empresa desempenha um papel central na compreensão da sua política de endividamento, ela apenas veio a ser explicitamente incorporada na investigação em finanças por Graham (1996a). O cálculo desta taxa, bem como a compreensão dos seus efeitos na política de endividamento da empresa, vêm reforçar as correntes de abordagem que defendem que a escolha da estrutura do capital não é neutra em termos de valorização da empresa.

A taxa marginal de imposto de cada empresa, definida como o valor actual dos impostos suportados no presente e no futuro por cada unidade adicional de resultado gerado hoje (Graham, 1996a, p. 44), é endógena às suas decisões de financiamento. No seu cálculo é considerado o tratamento fiscal que é dado aos resultados negativos (reporte de prejuízos), o crédito por investimento e o imposto mínimo alternativo⁽³¹⁾, bem como a incerteza quanto aos resultados futuros da empresa. No caso do contexto americano, dadas as normas vigentes no seu código tributário, os resultados negativos

⁽³⁰⁾ Para uma análise exaustiva das alterações fiscais produzidas pela reforma fiscal portuguesa de 1988, bem como para uma descrição daquelas que estiveram na base dos trabalhos de Gordon e MacKie-Mason (1990), Givoly *et al.* (1992) e Schulman *et al.* (1996), vide Martins (1998).

⁽³¹⁾ Figura tributária incluída no sistema fiscal dos Estados Unidos da América pela reforma fiscal de 1986. Em termos gerais, trata-se de uma colecta mínima para alargar a base tributável do imposto sobre o rendimento das pessoas colectivas a algumas empresas que, embora possuindo um resultado positivo, não pagavam qualquer imposto sobre o mesmo.

podem ser transportados para exercícios passados e futuros (*carried backward and forward*)⁽³²⁾.

A metodologia seguida por Graham, para a determinação da taxa de imposto marginal, pode ser explicitada através do exemplo que a seguir se apresenta⁽³³⁾. Considere-se uma empresa para a qual são conhecidos os resultados para efeitos do cálculo de imposto do período t a $t+18$ e uma taxa de IRC (Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas) de 34%. Os resultados para efeitos fiscais referentes aos primeiros 7 períodos são os que constam na Tabela 1.2, assumindo-se ainda que a empresa a partir do momento $t+6$, inclusive, apresenta sempre um resultado tributável positivo, ou seja, os impostos devem ser pagos pois não existe qualquer possibilidade de reembolso depois de $t+6$.

Tab. 1.2 – Resultados para efeitos fiscais e imposto a pagar/recuperar

Parte A

	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
Resultado tributável	\$3	-\$2	-\$2	-\$1	\$1	\$1	\$3
Reporte de prejuízos	0	0	\$1	\$2	\$1	0	0
Imposto	\$1,02	-\$0,68	-\$0,34	0	0	0	\$1,02

Parte B

	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
Resultado tributável	\$4	-\$2	-\$2	-\$1	\$1	\$1	\$3
Reporte de prejuízos	0	0	0	\$1	0	0	0
Imposto	\$1,36	-\$0,68	-\$0,68	0	0	\$0,34	\$1,02

⁽³²⁾ Após o *Tax Reform Act of 1986*, os resultados negativos de um determinado exercício podem ser transportados até 3 exercícios anteriores e repercutidos nos 15 exercícios posteriores. No contexto do actual quadro fiscal português, os resultados negativos para efeitos de cálculo do imposto de determinado exercício apenas podem ser repercutidos nos 6 exercícios seguintes se neles houver lucros tributáveis (artigo 47º do código do IRC).

⁽³³⁾ Exemplo adaptado de Graham (1996a e 2000).

Como se evidencia na Parte A da Tabela 1.2, no momento t a empresa paga de imposto \$1,02. No momento $t+1$ a empresa possui um prejuízo de \$2, sendo este recuado para compensar o resultado positivo em t , originando um reembolso de imposto de \$0,68, que é recebido em $t+1$. No momento $t+2$ a empresa possui, novamente, um prejuízo de \$2, sendo então \$1 recuado para o momento t , que a compensa do imposto pago naquele momento, e \$1 constitui reporte de prejuízos para períodos futuros. Em $t+3$ a empresa possui um prejuízo de \$1 e os prejuízos a reportar sobem para \$2, sendo \$1 utilizado no momento $t+4$ e outro \$1 em $t+5$. Na Parte B da Tabela 1.2 considera-se que no momento t o resultado da empresa sofre um acréscimo de \$1 e repete-se o mesmo raciocínio.

Tendo em conta o incremento de imposto a pagar, provocado pelo acréscimo de uma unidade do resultado tributável da empresa em t , e considerando uma taxa de desconto de 10%, a taxa de imposto marginal desta empresa em t será de 27,01% ($0,34-0,34/1,1^2+0,34/1,1^5$). Num cenário em que a empresa possui uma matéria colectável consistentemente positiva, a taxa marginal de imposto é igual à taxa de IRC, ou seja, 34% no contexto do exemplo apresentado⁽³⁴⁾.

Como facilmente se depreende do referido exemplo, todo o incremento das fontes de protecção fiscal disponíveis (encargos financeiros, amortizações, provisões, crédito fiscal ao investimento, etc.), ao reduzirem o resultado tributável, baixam a taxa de imposto marginal da empresa.

Do exemplo ressalta a necessidade de se estimar os resultados esperados para que se possa simular a taxa de imposto marginal actual⁽³⁵⁾. Para o

⁽³⁴⁾ No exemplo apresentado, a taxa de imposto marginal da empresa foi calculada tendo em conta os seus resultados para efeitos de cálculo de imposto, ou seja, após dedução dos encargos financeiros resultantes da sua estrutura de financiamento. Todavia, a mesma taxa pode ser estimada, seguindo idênticos passos, considerando os resultados da empresa antes do financiamento (*before-financing taxable income*), isto é, antes da dedução dos encargos financeiros. Estas duas situações, quando comparadas, evidenciam que a taxa de imposto marginal da empresa é endógena às suas decisões de financiamento.

⁽³⁵⁾ Essa estimativa terá que compreender um horizonte temporal de 18 anos, no contexto do sistema tributário americano, ou de 6 anos, no contexto do sistema fiscal português.

efeito, Graham propõe a utilização do modelo de Shevlin (1990), onde se postula que o resultado tributável da empresa i segue um «caminho aleatório» (*random walk*) com tendência, cuja formulação matemática é a seguinte:

$$\Delta TI_{it} = \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1.15)$$

onde, ΔTI_{it} representa a diferença entre o resultado tributável da empresa i de dois exercícios consecutivos, μ_i é o valor máximo entre a média de ΔTI_i obtida na amostra e zero e ε_{it} uma variável aleatória que segue uma distribuição normal com média zero e variância igual a ΔTI_i ⁽³⁶⁾.

Considerando a taxa de imposto marginal simulada de acordo com o processo atrás descrito, Graham (1996a) testa o uso incremental do endividamento, por parte de cada empresa, de modo a verificar se este se encontra relacionado com a sua taxa específica. Tendo por base o período compreendido entre 1980 e 1992 e uma amostra de 10.240 empresas americanas, obtém evidência empírica que sustenta uma relação positiva entre a situação fiscal da empresa e a sua política de endividamento: as empresas com uma maior taxa de imposto marginal recorrem mais ao endividamento quando comparadas com as empresas com uma menor taxa de imposto marginal.

Mateus e Brandão (2001), utilizando a metodologia de Graham, constata, com base numa amostra de 19 empresas pertencentes ao sector «Têxteis e Produtos Acabados», segundo a Classificação das Actividades Económicas Portuguesa, que «... as empresas que não utilizam endividamento, têm uma taxa de imposto marginal mais baixa do que as que recorrem a esta forma de financiamento» (p. 13). Por seu turno, concluem os autores, «... as empresas que têm taxas de imposto mais elevadas, recorrem ao endividamento no

⁽³⁶⁾ Graham (1996b) evidencia que a taxa de imposto marginal simulada segundo este processo, embora difícil de obter, «... is the best available proxy for the 'true' marginal tax rate» (p. 187).

sentido de as reduzirem» (p. 13). Mais recentemente, num outro trabalho, os mesmos autores (Mateus e Brandão, 2002), alargando a sua amostra de empresas e o período de análise (580 empresas pertencentes à Indústria Transformadora Portuguesa com mais de 100 trabalhadores), reafirmam as suas conclusões ao encontrarem evidência, ainda que «leve», como é por eles classificada, que aponta no sentido de um efeito estatístico significativo da taxa marginal de tributação das empresas estudadas nas suas decisões de endividamento: «at mean levels, a 100 basis point increase in the marginal corporate tax rate raises the ratio of growth of debt to total assets by about 0,8%» (p. 206).

Graham (1999 e 2000), retomando a sua metodologia de cálculo da taxa de imposto marginal específica de cada empresa, vem alargar os seus trabalhos e propor um caminho para que se possa estabelecer uma função de benefício fiscal completa. Esta função é estabelecida tendo em conta a tributação do resultado da empresa, bem como a tributação sobre o rendimento a que os investidores estão sujeitos, e é definida «... by a series of marginal tax rates, with each rate corresponding to a specific level of interest deductions» (Graham, 2000, p. 1902).

Na presença de impostos sobre o rendimento dos investidores e das sociedades, Graham utiliza a expressão (1.9) apontada por Miller (1977), ou seja, $(1-t_d)(1-t_c)(1-t_s)$, para obter o benefício fiscal líquido proporcionado pelo endividamento, sempre que uma unidade de rendimento é recebida a título de juros em lugar de rendimento do capital próprio — onde, recorde-se, t_d e t_s representam, respectivamente, as taxas de imposto que tributam o rendimento dos obrigacionistas e accionistas em sede de imposto sobre o rendimento dos investidores e t_c a taxa de imposto que tributa os rendimentos societários.

A expressão anterior pode ser reescrita do seguinte modo,

$$t_c - [t_d(1-t_c)t_s] \tag{1.16}$$

onde se evidencia que uma unidade adicional de juros gera um benefício fiscal igual a t_c menos uma penalidade fiscal (*personal tax penalty*), devida aos impostos sobre o rendimento dos investidores⁽³⁷⁾.

Se o endividamento da empresa é constante e perpétuo, o valor actual do benefício fiscal líquido do endividamento, que a mesma inclui na sua estrutura do capital, é dado por:

$$\frac{[(1-t_d)-(1-t_c)(1-t_s)]i_d D}{(1-t_d)i_d} \quad (1.17)$$

onde, D representa o montante de endividamento e i_d a taxa de juro⁽³⁸⁾.

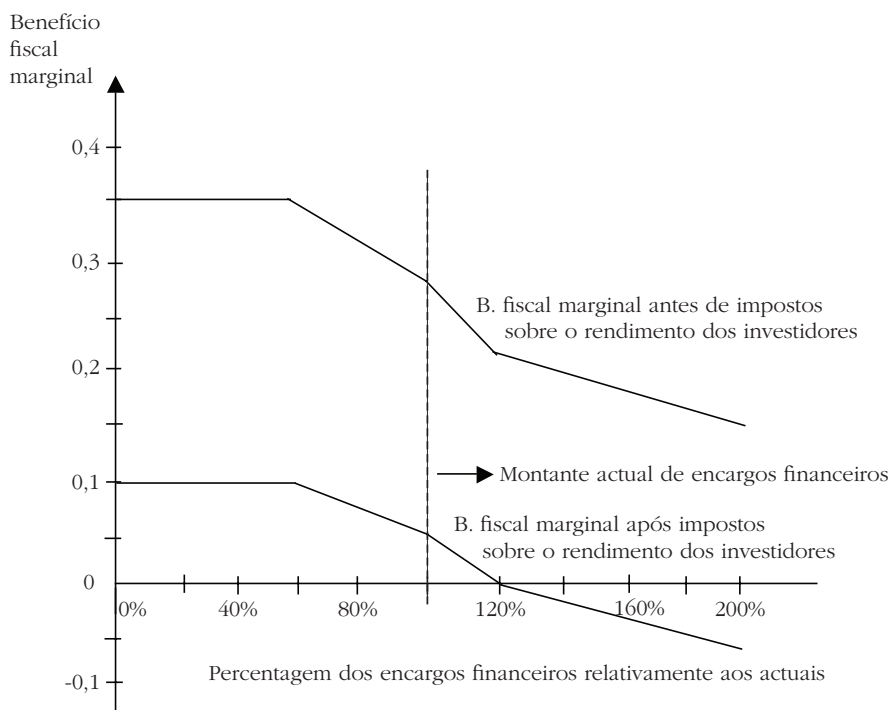
A taxa t_c , ao contrário do que vulgarmente é considerado, não é constante. Como atrás se evidenciou, pode variar de empresa para empresa, bem como ao longo do tempo, quando está a ser considerada a mesma empresa. Ela é uma função das fontes de protecção fiscal disponíveis, quer estas estejam relacionadas com o endividamento, quer não. Assim, tendo em conta a taxa de imposto marginal simulada para cada uma das situações particulares da empresa, bem como o conjunto dessas taxas, Graham (2000) estabelece uma função de benefício fiscal do endividamento (antes e após impostos sobre o rendimento dos investidores), considerando que a empresa possui um montante de encargos financeiros correspondentes a 0, 20, 40, e 800 por cento dos actuais. Na Figura 1.3, encontra-se uma representação dessas funções, para um caso hipotético, considerando uma taxa estatutária de 34%. Cada ponto da curva, que representa o benefício marginal antes de impostos sobre o rendimento dos investidores, expressa a taxa de imposto

⁽³⁷⁾ Graham (1999 e 2000), seguindo Gordon e MacKie-Mason (1990), estima t_s da seguinte forma: $t_s=[d+(1-d)g\alpha]t_d$; onde, d representa o rácio de distribuição de resultados (*dividend payout ratio*), g a proporção dos ganhos de capital de longo prazo que são tributados, α o benefício advindo do diferimento dos impostos pagos sobre os ganhos de capital e t_d a taxa de imposto que tributa os dividendos (igual à que tributa os rendimentos recebidos a título de juros).

⁽³⁸⁾ Graham considera a taxa de rendimento das obrigações do Estado, o mesmo é dizer, considera que o endividamento possui um risco diminuto.

marginal simulada para um dado montante de encargos financeiros suportado pela empresa. Assim, representa a poupança de imposto da empresa proporcionada pelo uso incremental de uma unidade monetária de encargos financeiros. Por seu turno, a curva da parte inferior da figura expressa o mesmo benefício fiscal, depois de considerada a penalidade fiscal motivada pelos impostos sobre o rendimento dos investidores ($t_d - (1 - t_c)t_s$).

Fig. 1.3 – Funções do benefício fiscal marginal proporcionado pela dedução dos encargos financeiros



Fonte: Adaptado de Graham (2000, p. 1908).

A estimação destas funções, para uma empresa em particular, permite definir a sua estrutura do capital onde a poupança fiscal líquida é nula, quando considerada a tributação do seu rendimento, bem como a dos rendimentos dos seus investidores. Assim, para uma estrutura do capital que

implique um montante de encargos financeiros inferior (superior) ao que está subjacente àquela onde a poupança fiscal líquida é nula, um acréscimo unitário dos encargos financeiros origina uma poupança fiscal líquida positiva (negativa). Paralelamente, estas funções permitem quantificar até que ponto uma determinada empresa está a usar o endividamento de forma «agressiva» ou «conservadora», o mesmo é dizer, se se encontra ou não na parte decrescente das curvas; ao mesmo tempo permitem estimar o acréscimo esperado do valor das empresas, que estão a utilizar o endividamento de forma conservadora, conseguido pela adopção de uma política de endividamento mais agressiva.

Utilizando uma amostra de empresas americanas, Graham (2000) estima que, para uma empresa média, o valor actual da poupança fiscal ao longo do período do estudo (1980-1994), motivada pela dedução dos encargos financeiros, se situa em 9,7% do seu valor e 4,3% quando considerada a poupança fiscal líquida. Se se considerar o cenário em que as empresas adoptam políticas de endividamento que as levam a localizar-se na parte descendente da sua função do benefício fiscal, a poupança fiscal bruta (antes de se considerar a tributação sobre o rendimento dos investidores), representaria, em média, durante o período do estudo, 15,7% do valor da empresa e 7,5% quando considerada a poupança fiscal líquida. «These numbers suggest that either the expected costs of incremental leverage are quite large or else that firms use debt too conservatively» (Graham, 2000, p. 1935).

Estes resultados encontram-se na linha dos sugeridos pelo modelo teórico dinâmico, proposto por Goldstein *et al.* (2001), para a determinação da estrutura do capital, no contexto do qual a empresa pode reestruturar o seu endividamento. De acordo com o modelo proposto por aqueles autores, quando uma empresa se defronta com a opção de aumentar o seu nível de

endividamento, as vantagens fiscais associadas ao acréscimo do peso da dívida na sua estrutura do capital crescem significativamente, atingindo os benefícios fiscais líquidos cifras que se situam entre 8% e 9% do seu valor, no caso de uma empresa típica. Estimativas mais recentes, levadas a cabo por Kemsley e Nissim (2002), no período compreendido entre 1963 e 1993, com base numa amostra de 2.964 empresas não financeiras americanas e utilizando uma metodologia de análise onde se reconhece explicitamente que o nível de endividamento de cada empresa é influenciado por dimensões não fiscais, evidenciaram resultados ainda mais expressivos. Em particular, revelaram que a protecção fiscal líquida, proporcionada pelo endividamento, representa, em média, aproximadamente 10% do valor da empresa.

A convexidade da função do benefício fiscal do endividamento, conjugada com a importância do mesmo relativamente ao valor da empresa, tem levado alguns autores (ex. Stulz, 1996; Leland, 1998 e Graham e Rogers, 2002) a colocar a hipótese de que as empresas tendem a adoptar mecanismos de protecção face ao risco, em resposta aos incentivos fiscais do endividamento⁽³⁹⁾. Stulz (1996) e Leland (1998) evidenciam que os mecanismos que conduzem à redução da volatilidade dos resultados e/ou da probabilidade de insolvência, acrescem a capacidade de endividamento da empresa. Acréscimo que, *ceteris paribus*, permite à empresa recorrer ao endividamento adicional e, por esta via, reduzir as suas obrigações fiscais e aumentar o seu valor. Assim, de acordo com estes argumentos, a redução das obrigações fiscais, motivada pelo acréscimo da capacidade de endividamento, constitui um incentivo fiscal para que as empresas adoptem mecanismos que restrinjam o seu risco.

Graham e Rogers (2002) testaram aquela hipótese, o mesmo é dizer, testaram se os incentivos fiscais afectaram a magnitude do recurso a ins-

⁽³⁹⁾ Entre estes mecanismos destaque-se o recurso ao mercado de derivados.

trumentos de derivados para reduzir o risco de uma amostra de empresas americanas que possuíam posições nos mercados de derivados no final dos anos fiscais de 1994 e 1995. Os resultados obtidos evidenciaram que as empresas restringiram o seu risco com o intuito de acrescerem a sua capacidade de endividamento e a dedução de juros. Em particular, os autores concluíram que os benefícios fiscais resultantes da restrição do risco da empresa, pela via do recurso ao mercado de derivados, aumentaram em, aproximadamente, 1,1% o seu valor. Em contraste, os resultados a que os autores foram conduzidos não apoiam a hipótese de que as empresas cujas funções do benefício fiscal são convexas tendem a recorrer a mecanismos que restrinjam a volatilidade dos seus resultados tributáveis, com a finalidade de reduzirem as suas obrigações fiscais esperadas. A conjugação destes resultados levou os autores a concluir que os incentivos fiscais, apesar de poderem ser considerados como uma motivação para que as empresas recorram ao mercado de derivados, com o intuito de restringirem o seu risco, estão longe de ser os únicos motivos que levam as empresas a recorrer a estes mercados.

1.5. Custos de insolvência financeira: quantificação e seus efeitos

Como se discutiu nas secções anteriores, o recurso aos capitais alheios, *ceteris paribus*, proporciona à empresa a redução da sua matéria colectável (benefício fiscal). Porém, a observação empírica revela que as empresas não se financiam a cem por cento com capitais alheios, mesmo nos países em que o seu sistema fiscal tributa, em sede de imposto sobre o rendimento dos investidores, os rendimentos dos capitais próprios de uma forma mais pesada do que os dos capitais alheios. Uma das explicações para que tal aconteça reside na consideração dos custos que advêm do incumprimento financeiro (custos de insolvência financeira), bem como na probabilidade de

a empresa vir a incorrer naqueles custos^{(40),(41)}. Esta probabilidade é tanto maior quanto maior for o peso dos encargos financeiros nos resultados antes de juros e impostos da empresa, bem como a volatilidade destes últimos.

1.5.1. Custos de insolvência financeira directos e indirectos

Os custos de insolvência financeira (temporária ou definitiva) podem classificar-se em directos e indirectos. Os primeiros são aqueles que decorrem do accionar dos mecanismos legais, que permitem aos credores assumir o controlo da empresa em caso de falência, ou que visam proteger a empresa dos seus credores em caso de insolvência provisória, sendo de destacar os gastos administrativos ou de gestão e os gastos legais (honorários de advogados e demais técnicos que intervêm no processo judicial), bem como aqueles que resultam da redução do valor dos activos da sociedade falida, aquando da sua venda num mercado de activos imperfeito, onde o seu valor de liquidação é inferior ao valor desses mesmos activos na situação em que a empresa se mantém solvente⁽⁴²⁾. Os custos indirectos ou implícitos, mais difíceis de quantificar, mas de grande importância, são aqueles que se

⁽⁴⁰⁾ Uma empresa mostra-se insolvente, do ponto de vista financeiro, sempre que não consiga satisfazer os seus compromissos para com os seus credores, ou os satisfaça com atraso e dificuldade. No primeiro caso, em que a empresa é incapaz de fazer face às suas obrigações, estamos perante uma situação de insolvência definitiva ou falência (morte da empresa), enquanto que no segundo apenas se assiste a uma suspensão nos pagamentos, em virtude das deficiências de liquidez ou falta de correspondência entre a exigibilidade das fontes de financiamento e a liquidez das suas aplicações.

⁽⁴¹⁾ Apesar de ser frequentemente atribuído a Baxter (1967) o facto de ser ele o primeiro a colocar em evidência que o valor de uma empresa é penalizado com a inclusão dos custos de insolvência financeira, já MM (1958) consideraram, explicitamente, em nota de pé de página (nota 18), que a possibilidade de ocorrência de uma situação de insolvência temporária, e implicitamente de falência, se iria reflectir no valor da empresa e no seu custo do capital, dado que proporciona direitos sobre a empresa a terceiros (advogados e demais técnicos que intervêm no processo judicial, consultores, etc.) que não accionistas e obrigacionistas. Porém, Miller (1977, p. 262), embora reconheça estes custos, refere que ao que parece são «disproportionately small to the tax savings they are supposedly balancing».

⁽⁴²⁾ Esta quebra do valor dos activos reais da empresa, em caso de falência, é tanto maior quanto maior for a especificidade daqueles activos, pois são estes que mais dificilmente encontram colocação alternativa no mercado de «segunda mão».

prendem com a deterioração da imagem da empresa, incluindo a perda de clientes e/ou fornecedores e o possível agravamento do custo do crédito, ou mesmo a impossibilidade de a empresa obter crédito (ou colocação dos seus títulos), para financiar novas oportunidades de investimento rendíveis. Estes custos manifestam-se nos resultados esperados da empresa.

1.5.2. Custos de insolvência financeira *versus* benefícios fiscais: a estrutura óptima do capital

A consideração dos custos de insolvência financeira e da probabilidade de esta vir a ocorrer, em conjunto com os benefícios fiscais resultantes do endividamento, contribuem «para que o valor de uma empresa alavançada cresça até certo nível de endividamento e, posteriormente, decresça» (Brandão, 2001, p. 228). O ponto onde a função que exprime o valor da empresa atinge um máximo define a estrutura de financiamento óptima teórica, e é alcançado quando o valor actual da poupança fiscal, decorrente da dedutibilidade dos encargos da dívida marginal, iguala o valor actual dos custos de insolvência financeira que a mesma acarreta, como é sugerido em trabalhos como os de Myers e Robichek (1966), Kraus e Litzenberger (1973), Kim (1978) e Brennan e Schwartz (1978). Assim, em virtude destes trabalhos, começam por assumir particular relevância na literatura os argumentos de que a consideração dos custos de insolvência, bem como da probabilidade da mesma ocorrer (que é uma função crescente com o rácio de endividamento), poderiam fornecer alguma explicação para a disparidade das estruturas de financiamento observadas entre as empresas⁽⁴³⁾. Estes

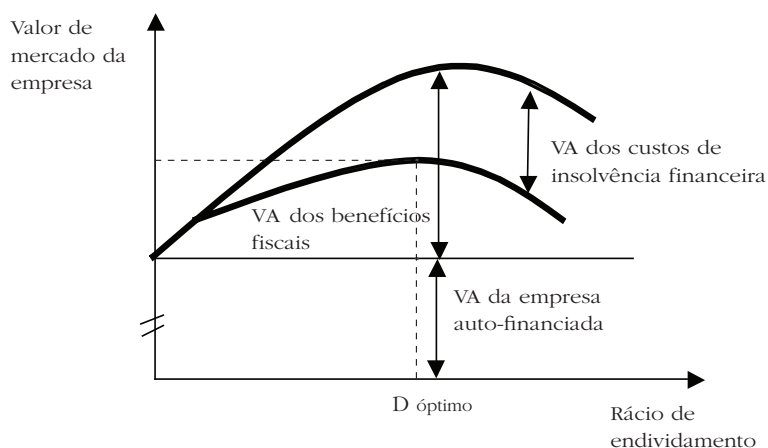
⁽⁴³⁾ Do notório consenso existente na literatura, no que se refere à relevância teórica dos custos de falência aquando da escolha da estrutura do capital, salve-se a linha de raciocínio apresentada por Haugen e Senbet (1978). Estes autores defendem que os únicos custos de falência relevantes são os atribuídos à liquidação da empresa, que é uma decisão que deve ser considerada independentemente da ocorrência da falência e que, por conseguinte, não influencia as decisões de estrutura do capital.

argumentos constituem a base dos modelos habitualmente designados por «static tradeoff models».

A Figura 1.4 sintetiza o raciocínio em que aqueles modelos se baseiam — quando defendem a existência de uma estrutura do capital óptima determinada pelo *tradeoff* entre os benefícios fiscais e os custos de insolvência financeira, proporcionados pelo recurso aos capitais alheios — e ilustra a seguinte igualdade, que lhe está subjacente:

$$\begin{aligned} \text{Valor actual da empresa} &= \text{Valor dessa mesma empresa se financiada} \\ &\quad \text{integralmente com capitais próprios} \\ &+ \text{Valor actual dos benefícios fiscais} \\ &- \text{Valor actual dos custos de insolvência financeira} \end{aligned}$$

Fig. 1.4 – Valor de mercado da empresa na presença de benefícios fiscais e de custos de insolvência financeira



Fonte: Adaptado de Van Horne (2001, p. 270).

A partir de finais da década de sessenta abundam na literatura os estudos que têm procurado: (i) por um lado, quantificar os custos de insolvência; (ii) por outro, analisar a sua influência nas decisões relativas à estrutura de financiamento da empresa, tendo por base indicadores imperfeitos e par-

ciais das características singulares de cada uma delas, que potencialmente influenciam aqueles custos, bem como a probabilidade de virem a ocorrer e, (iii) por fim, desenvolver métodos para prever situações de falência. Cabe-nos aqui rever esses trabalhos, colocando uma maior ênfase naqueles que nos parecem mais representativos e evidenciam hipóteses testáveis. Salienta-se desde já que, apesar do consenso por parte da literatura no que se refere à existência destes custos, a investigação empírica tem revelado que é discutível a sua amplitude, bem como o seu efeito nas opções da empresa entre recursos próprios e alheios, enquanto fontes alternativas de financiamento.

1.5.3. Quantificação dos custos de insolvência financeira

Como um primeiro esforço no sentido de quantificar os custos de insolvência refira-se o trabalho de Warner (1977), no qual se analisaram os custos administrativos e legais de onze falências de companhias de caminhos-de-ferro. Estes custos ascenderam, em média, a dois milhões de dólares escalonados ao longo de treze anos, tempo que, em média, as companhias demoraram a libertar-se dos tribunais de falências. Todavia, tais custos não representavam mais do que 1,4% do valor de mercado dos títulos dessas mesmas companhias, cinco anos antes do processo de falência ocorrer; essa percentagem sobe para 5,3%, no período imediatamente anterior à falência. Embora o autor tenha classificado de «reduzido» o peso dos custos directos de falência no valor de mercado das empresas estudadas, adverte, no entanto, que os custos não são suficientemente pequenos para serem completamente negligenciados na discussão dos seus efeitos sobre as decisões de estrutura do capital. Contudo, parece-lhe razoável concluir que, para as empresas com uma dimensão considerável, «the expected direct costs of bankruptcy are unambiguously lower than the tax savings on debt to be expected at present tax rates in standard valuation models» (p. 345).

Esta conclusão, como o próprio Warner reconhece, terá de ser vista com algum cuidado. Desde logo porque se refere a um conjunto de empresas pequeno e específico e, em segundo lugar, porque apenas foram medidos os custos directos de falência. Assim é necessário, para uma quantificação mais rigorosa dos custos de insolvência, considerar também os custos indirectos, como sublinha Stone (1977) na sua discussão/crítica ao trabalho de Warner.

Apesar de se reconhecer a importância dos custos indirectos de insolvência, a sua quantificação torna-se bastante mais difícil de levar a cabo, se não mesmo impossível em muitas das situações. Embora consciente desta dificuldade, Altman (1984) apresentou uma metodologia «*proxy*» para tentar identificar e medir empiricamente os custos indirectos de insolvência acima referidos, específicos de cada empresa. Na sua opinião, o impacto potencial destes custos, sobre as decisões de estrutura do capital e valorização da empresa, é demasiado importante para apenas se especular sobre eles numa base conceptual⁽⁴⁴⁾.

A metodologia proposta por Altman foi por si aplicada a uma amostra de 19 empresas americanas (12 empresas comerciais e 7 empresas industriais),

⁽⁴⁴⁾ A metodologia proposta considera como medidas dos custos indirectos de falência as vendas e os proveitos perdidos nos três anos anteriores à falência e baseia-se num procedimento de regressão para determinar aquelas perdas.

Esta metodologia pode ser sintetizada do seguinte modo: (i) em primeiro lugar, é construído um modelo de regressão linear das vendas da empresa falida sobre as vendas apropriadas da indústria onde a empresa se insere, considerando um período de dez anos anterior ao ano para o qual se pretende calcular os custos indirectos de insolvência. Por exemplo, se se pretende calcular os custos indirectos para o terceiro ano anterior à falência, as vendas da empresa serão relacionadas, relativamente às vendas da indústria, durante o período compreendido entre t-13 e t-4; (ii) seguidamente, as vendas da indústria serão inseridas na recta anteriormente ajustada no período t-3, o que permite estimar as vendas da empresa para o mesmo período e, (iii) por fim, considerando os proveitos por unidade de vendas médios dos últimos dez anos, pode-se determinar os proveitos previstos para o período t-3 (tendo em conta as vendas estimadas como atrás se descreveu), os quais, quando comparados com os proveitos actuais, permitem determinar os proveitos perdidos — considerados no modelo como custos indirectos de falência —, que depois são comparados com o valor total da empresa.

Idênticos passos serão adoptados se se pretender calcular os custos indirectos de falência para o segundo e primeiro anos anteriores à falência.

que declararam falência no período compreendido entre 1970 e 1978. Os resultados obtidos mostram bem que os custos de falência directos⁽⁴⁵⁾ e indirectos são significativos, representando, em muitos casos, mais de 20% do valor da empresa, mesmo antes da falência ocorrer. Em média, para o conjunto das empresas da amostra, os custos variaram entre 11,2% e 16,7% do seu valor, nos três últimos anos anteriores à falência e, quando individualizadas as empresas industriais, os custos mostraram-se ainda mais significativos, ao variarem entre 15% e 23,7%. Estes custos devem-se, na sua maior parte, aos custos indirectos, que variaram entre 6,6% e 10,5% para o total das empresas estudadas. Em face destes resultados, o autor conclui que os custos de falência são bastante expressivos (ao contrário do que concluiu Warner, ao considerar na sua análise apenas os custos directos) e, quando considerados com a probabilidade de insolvência, podem ter uma relevância considerável aquando da selecção de formas alternativas de financiamento⁽⁴⁶⁾.

Mais recentemente, Andrade e Kaplan (1998), ao estimarem os custos directos e indirectos de insolvência, tendo por base, também estes autores,

⁽⁴⁵⁾ Os custos directos considerados — compreendem os custos explícitos pagos pela empresa devido ao processo de falência/reorganização — foram obtidos através dos registos que constam nos tribunais distritais de falência.

⁽⁴⁶⁾ Opler e Titman (1994), seguindo a linha da metodologia proposta por Altman (1984), reafirmam a importância dos custos indirectos de insolvência, nomeadamente daqueles que resultam das dificuldades em dirigir a empresa em processo de reorganização, pois possuem uma forte influência no seu desempenho.

Kale e Noe (1992), ao mesmo tempo que defendem a tese de que os custos resultantes do incumprimento no pagamento do serviço da dívida são significativos, reafirmam e ampliam a importância dos custos de insolvência financeira como um dos factores com forte poder explicativo dos níveis de endividamento observados entre as empresas americanas. Seguindo uma abordagem que põe em confronto os benefícios fiscais do endividamento e os prováveis custos de insolvência que o mesmo acarreta, os autores desenvolvem um modelo multiperíodico onde se prevê que, mesmo que os custos directos de falência sejam baixos, como concluiu Warner, podem explicar os baixos níveis de endividamento de algumas empresas com baixa probabilidade de falência. Basta, para obter este resultado, alterar o ponto de incidência dos custos referidos para o «estado» em que os resultados da empresa do período caem abaixo dos encargos da dívida fixa, aumentando assim o número de situações em que estes custos se manifestam.

uma amostra de empresas americanas, obtêm resultados que se encontram na linha dos de Altman (1984). Segundo eles, o somatório daqueles custos ascende a cifras que variam entre 10% e 23% do valor da empresa.

Estimações levadas a cabo por Malécot (1992), tendo por base uma amostra de empresas francesas (onde se incluem empresas comerciais e industriais) recolhida durante o período de 1987-1990, revelam que aqueles custos são também, neste contexto, bastante expressivos, pois ultrapassam em muitas das situações um quinto do valor da empresa.

Resultados ainda mais expressivos são os obtidos por Ferris *et al.* (1993), sintetizados em John (1993), no contexto das pequenas e médias empresas americanas, durante o período compreendido entre 1981 e 1991. Os custos administrativos de insolvência das empresas estudadas representavam, em média, 27,7% do total dos seus activos no início do processo de falência, elevando-se depois a 41,5%, no fim do processo. Esta maior expressividade dos custos administrativos de falência, relativamente ao total dos activos, quando estão em causa pequenas e médias empresas, encontra apoio nos argumentos de Ang *et al.* (1982), onde se sustenta, com base nas economias de escala, que os custos directos de falência constituem uma maior proporção do valor da empresa à medida que este diminui⁽⁴⁷⁾. Este argumento é igualmente confirmado por Thorburn (2000) ao estimar os custos directos de falência de 263 empresas suecas que declararam falência no período compreendido entre 1988 e 1991. Segundo as estimativas do autor, aqueles custos representavam, em média, 6,4% do total dos seus activos antes do processo de liquidação, quando considerada a totalidade das empresas da amostra, e 3,7% se consideradas apenas as grandes empresas.

⁽⁴⁷⁾ Segundo Ang *et al.* (1982), os custos directos de falência das empresas estudadas (86 empresas americanas que declararam falência durante o período 1963-1979) representavam, em média, 7,5% do valor de liquidação dos seus activos.

1.5.4. Características da empresa que hipoteticamente influenciam a probabilidade de ocorrência dos custos de insolvência financeira, bem como o seu montante

Em paralelo com os trabalhos que se têm voltado para a quantificação dos custos de insolvência, outros, conscientes da dificuldade em quantificar tais custos — em particular os custos indirectos — preocuparam-se em evidenciar as características de cada empresa que potencialmente poderão influenciar o valor relativo daqueles custos, bem como a probabilidade de eles virem a ocorrer e, por consequência, a sua estrutura do capital. Nesta linha, são de destacar os trabalhos em que se sugere/evidencia que a probabilidade de a empresa vir a incorrer em custos de insolvência financeira se encontra positivamente relacionada com o seu risco de negócio (volatilidade dos seus resultados) e negativamente com a sua dimensão; e que a importância relativa daqueles custos depende da composição dos seus activos (valor colateral dos seus activos) e do tipo de indústria a que pertence.

1.5.4.1. Probabilidade de a empresa vir a incorrer em custos de insolvência

Hong e Rappaport (1978), admitindo que o custo de insolvência médio por unidade de dívida (β) é uma função crescente com o nível de endividamento (D), escrevem os custos de insolvência (C) da seguinte forma:

$$C = D\beta \quad (1.18)$$

e propõem, para especificar a forma funcional de β , a seguinte expressão (onde se faz notar que o custo de insolvência médio é uma função da probabilidade de insolvência):

$$\beta = cP(\tilde{X} \leq i_d D) \quad (1.19)$$

em que c é um coeficiente de ponderação (*scaling constant*), \tilde{X} é a distribuição estatística dos *cash-flows* operacionais anuais esperados e $P(\tilde{X} \leq i_d D)$ denota a probabilidade daqueles *cash-flows* serem insuficientes para fazer face aos encargos da dívida. O coeficiente c , segundo Hong e Rappaport, incorpora um grande número de factores, tais como os custos directos e indirectos de insolvência, bem como a taxa de desconto apropriada para a actualização daqueles custos. O seu valor irá variar de indústria para indústria e, numa extensão menor, entre as empresas da mesma indústria. Empresas com composição dos seus activos e distribuição de \tilde{X} diferentes, poderão apresentar diferentes valores para o coeficiente c .

Admitindo, tal como os autores, que \tilde{X} segue uma distribuição normal, com média \bar{X} e desvio padrão σ , pode-se reescrever β do seguinte modo:

$$\beta = cN\left[\frac{-(\bar{X} - i_d D)}{\sigma}\right] \quad (1.20)$$

Esta expressão põe em evidência que uma alteração de \bar{X} ou de σ , que modifique β , irá alterar a capacidade de endividamento da empresa. Se \bar{X} aumenta e/ou σ diminui, o risco marginal de insolvência por unidade de dívida diminui, para um dado D , o que conduz a uma diminuição do custo de insolvência marginal por unidade de dívida e, conseqüentemente, implica um aumento da capacidade de endividamento da empresa. A base deste argumento — que aponta para uma relação inversa entre o nível óptimo de dívida e o risco de negócio — é a de que a vantagem fiscal marginal proporcionada pelo endividamento é igual para todas as empresas e que as empresas com resultados operacionais mais variáveis têm maior probabilidade de insolvência, para um dado nível de dívida.

Todavia, trabalhos posteriores têm notado que a existência de custos de insolvência financeira não é suficiente para que exista uma relação inversa entre o risco de negócio da empresa e o seu rácio de endividamento, originada pelo *tradeoff* entre os benefícios fiscais e os custos que o endividamento acarreta. A relação teórica inversa referida, em que assenta a teoria

estática da estrutura do capital, é, regra geral, dinâmica, como sublinha Scott (1976). Na verdade, Jaffe e Westerfield (1987) mostram que, considerando uma escolha apropriada de parâmetros, a relação linear será directa.

Nesta linha, Castanias (1983) desenvolveu um modelo teórico onde se discutiram as condições (custos de insolvência, encargos financeiros e volatilidade dos resultados) necessárias à prossecução de uma relação inversa. Concluiu que os custos de insolvência devem ser suficientemente grandes para que se possa admitir que as alterações na função de distribuição da probabilidade dos ganhos da empresa, que impliquem um aumento da probabilidade de fracasso, conduzem, simultaneamente, à subida dos custos marginais de insolvência e à descida das poupanças marginais de imposto, tornando-se, conseqüentemente, o endividamento menos atractivo.

Colocando o seu modelo à prova dos factos, o autor analisou a relação entre as taxas de fracasso e o efeito de alavanca do endividamento, para um vasto conjunto de empresas (no qual se incluem empresas muito pequenas e empresas que não se encontram cotadas), distribuídas por várias linhas de negócio. Baseando-se em testes *cross-section* não paramétricos, descobriu que as empresas em linhas de negócio com maior propensão ao fracasso tendem a possuir um menor nível de dívida na sua estrutura de financiamento. Estes resultados são concordantes com a tese, defendida por Kane *et al.* (1985), de que os custos de incumprimento do pagamento do serviço da dívida surgem muito antes da falência ocorrer e são suficientemente grandes para que a empresa oriente a sua política de financiamento no sentido de deter um «mix» óptimo de dívida e capital próprio. O mesmo é dizer que a empresa, ao optar por capital próprio ou endividamento, deverá ser sempre prudente, por forma a evitar o uso do «último crédito»⁽⁴⁸⁾.

⁽⁴⁸⁾ Esta tese é também confirmada empiricamente por Marsh (1982), utilizando para o efeito um modelo que ele próprio desenvolveu para testar o comportamento das empresas quando têm de optar entre recorrer ao endividamento ou aumentar o capital próprio. Recorrendo a duas amostras de operações de capital efectuadas pelas empresas inglesas (uma de 748 operações, efectuadas no período que decorreu de 1959 a 1970 – 349 emissões de acções e 399

Ainda no domínio da investigação empírica, as conclusões dos trabalhos em que se tem considerado a volatilidade dos resultados (risco) da empresa, enquanto potencial determinante da sua estrutura do capital, têm-se mostrado contraditórias. Não cabendo aqui uma revisão exaustiva de todos esses trabalhos, apresentamos, no entanto, as suas principais conclusões, no que se refere ao tema em apreço. Um primeiro grupo — onde se incluem trabalhos como os de Friend e Lang (1988), Thies e Klock (1992), Balakrishnan e Fox (1993), Chung (1993), Homaifar *et al.* (1994), Wald (1999), entre outros —, fornece evidência empírica que sustenta a relação inversa entre a volatilidade dos resultados (risco) da empresa e o seu rácio de endividamento. Porém, outro grupo — onde se incluem Toy *et al.* (1974), Kim e Sorensen (1986), Chang e Rhee (1990), Bennett e Donnelly (1993), entre outros —, fornece evidência empírica contrária. Por fim, não falta ainda um outro grupo de estudos — constituído por Flath e Knoeber (1980), Auerbach (1985), Kester (1986), Titman e Wessels (1988), Adedeji (1998), entre outros —, onde se não encontrou apoio para as proposições que estabelecem que o rácio de endividamento se encontra relacionado com a volatilidade dos resultados, pois as relações encontradas em cada um dos trabalhos incluídos neste grupo não se mostraram estatisticamente significativas.

Esta discrepância de resultados, segundo Thies e Klock (1992), deve-se, em grande parte, às dificuldades que a investigação empírica tem experimentado ao medir o atributo risco de negócio. Todavia, a investigação levada a cabo por Bradley *et al.* (1984) e Kale *et al.* (1991), lança fortes dúvidas de que se possa estabelecer de forma clara uma relação entre a volatilidade dos resultados (risco) da empresa e o seu rácio de endividamento. Estes

emissões de obrigações – e, outra de 110 emissões de títulos, levadas a cabo no período de 1971-1974, das quais 68 foram emissões de acções e 42 empréstimos obrigacionistas), o autor concluiu que a escolha entre as fontes alternativas de financiamento, além de ser fortemente influenciada pelas condições de mercado e pela experiência passada, é efectuada como se a empresa tivesse em mente rácios objectivos de endividamento de curto e longo prazos, que são eles próprios uma função da sua dimensão, da composição dos seus activos e do seu risco de falência.

autores mostram, recorrendo a simulações e à análise estática comparativa, que na presença de impostos sobre o rendimento dos investidores e das sociedades e de outros benefícios fiscais substitutos dos encargos da dívida, a forma funcional para a relação em análise não pode ser considerada linear pois, na verdade, ela comporta-se em forma de «U», sendo apenas inversa quando os custos derivados da insolvência financeira são significativos⁽⁴⁹⁾. Se estes custos são insignificantes e as fontes de protecção fiscal disponíveis, não relacionadas com os encargos da dívida, se encontram totalmente utilizadas, a relação poderá ser directa. Isto porque, para uma empresa que não tenha custos relacionados com os efeitos de alavanca, apenas lhe são relevantes (no momento em que toma decisões de estrutura de financiamento) os benefícios fiscais do endividamento, o que a leva a reagir no sentido de aumentar o peso da dívida na sua estrutura do capital, até que todo o incentivo fiscal desapareça, por virtude da progressividade das taxas de imposto a que o rendimento dos investidores está sujeito.

Em complemento à linha de investigação a que atrás se fez referência, uma outra, baseando-se no hipotético efeito positivo que o risco de negócio da empresa exerce na sua probabilidade de insolvência, tem procurado evidenciar que esta última é uma função decrescente com a dimensão da empresa. A base dos seus argumentos encontra-se, quer na maior diversificação de actividades por parte das empresas de maior dimensão (Remmers *et al.*, 1974; Ferri e Jones, 1979 e Norton, 1990)⁽⁵⁰⁾, quer no facto de o seu

⁽⁴⁹⁾ Crutchley *et al.* (1999) propõem um modelo de equações simultâneas para explicar, no quadro da teoria de agência, os rácios de endividamento, distribuição de resultados, percentagem do capital detido pelos administradores e investidores institucionais das empresas americanas em dois períodos distintos: 1984 e 1993. Na equação proposta, para explicarem o rácio de endividamento, os autores, para além de outras variáveis, introduziram a possibilidade de existir uma relação quadrática entre aquela variável e o risco de negócio, ao considerarem um indicador de risco e, simultaneamente, esse mesmo indicador ao quadrado. Todavia, os resultados obtidos apenas apoiam aquela hipótese num dos períodos do estudo (1993).

⁽⁵⁰⁾ O facto de as pequenas e médias empresas operarem, normalmente, em segmentos de mercado sujeitos a uma forte concorrência, aliado à fraca diversificação das suas actividades, expõe estas empresas a um maior risco de negócio (Ferri e Jones, 1979).

tamanho lhe permitir sobreviver melhor a eventuais «tempestades» (Graham 2000)⁽⁵¹⁾. Assim, segundo Graham, as empresas de maior dimensão possuem, *ex ante*, menores custos de insolvência e, por isso, uma maior capacidade relativa de endividamento. Tendo por base este argumento, bem como outros que se apresentaram na subsecção 1.5.3. deste capítulo, alguma da investigação empírica existente tem procurado analisar o efeito da dimensão da empresa no seu rácio de endividamento. Porém, os resultados que aqueles trabalhos têm vindo a evidenciar mostram-se divergentes: enquanto que uns encontram um efeito positivo, outros apoiam um efeito negativo, não faltando ainda aqueles onde o efeito da dimensão da empresa na sua estrutura do capital não se revela estatisticamente significativo.

1.5.4.2. Importância relativa dos custos de insolvência

O tipo de indústria a que a empresa pertence tem sido apontado como uma determinante da importância dos seus custos de insolvência e, consequentemente, da sua estrutura do capital. Nesta linha é de destacar o estudo de Titman (1984), onde se argumenta que as empresas que pertencem a indústrias que produzem ou prestam serviços especializados acharão a falência especialmente cara, em virtude dos maiores custos que impõem aos seus trabalhadores, fornecedores e clientes: aos trabalhadores e fornecedores porque possuem capacidades específicas e, aos seus clientes, porque estes podem vir a deparar-se com dificuldades em encontrar produtos/serviços alternativos. Assim, é de prever que as empresas pertencentes a este tipo de indústrias devam ser financiadas com um menor endividamento se os custos

⁽⁵¹⁾ Resultados compilados por Keasey e Waston (1996), para o Reino Unido, revelaram que a taxa de falência das pequenas e médias empresas é bastante elevada, fundamentalmente nas mais jovens. Esta taxa atingiu os 12%, 26% e 36% das pequenas e médias empresas no seu primeiro, segundo e terceiro anos de vida, respectivamente.

que potencialmente podem impor, em caso de falência, forem relevantes para as decisões que tomam acerca da sua estrutura de financiamento.

Todavia, os resultados de alguns trabalhos empíricos que têm tentado averiguar o efeito indústria ou ramo de actividade, como possível determinante da estrutura do capital, têm-se mostrado divergentes. Enquanto que estudos como os de Scott (1972), Scott e Martin (1975), Bowen *et al.* (1982), Bradley *et al.* (1984), Long e Malitz (1985), Kester (1986), Aggarwal e Baliga (1987), Allen e Mizuno (1989), Adedeji (1998), Hall *et al.* (2000), entre outros, fornecem evidência que sustenta que os rácios de endividamento variam de forma significativa de indústria para indústria; outros trabalhos, como os de Remmers *et al.* (1974), Belkaoui (1975), Ferri e Jones (1979), Collins e Sekely (1983), Naidu (1984), Claggett (1991), Sousa (1995), Augusto (1996), etc., apresentam provas discordantes, ou seja, o tipo de indústria não é uma determinante, com relevância, dos rácios de endividamento observados.

À luz das hipóteses de endividamento seguro, apresentadas por Scott (1977) e desenvolvidas por Chatterjee e Scott (1989), a composição do activo fixo da empresa influencia a importância dos custos de insolvência financeira que a mesma impõe aos seus credores, em caso de falência⁽⁵²⁾.

Existindo várias categorias de credores — i) credores com garantias reais sobre os activos da empresa; ii) credores prioritários e iii) credores sem qualquer garantia, em caso de falência — e dado que a prioridade é relevante quando a falência ocorre, os custos que a empresa impõe aos seus credores são inversamente proporcionais ao valor de liquidação dos seus activos reais, num mercado de bens em «segunda mão» e imperfeito⁽⁵³⁾. As empresas cujos activos são constituídos, na sua grande maioria, por bens

⁽⁵²⁾ Segundo aqueles autores, os custos que a empresa impõe aos seus credores, aquando da falência, são dados pela diferença entre o valor actual do fluxo de rendimento gerado pelos seus títulos, num cenário em que a empresa se mantém solvente, e o valor resultante da venda da massa falida, num mercado de bens em «segunda mão» e imperfeito.

⁽⁵³⁾ Neste mercado, o valor da massa falida é sempre inferior ao valor dos bens que a compõem, num cenário em que a empresa se mantém solvente.

que facilmente são avaliados pelo mercado em caso de falência (activos de elevado valor colateral) — ou seja, aquelas cujos seus activos menos erosão sofrem num mercado de bens em «segunda mão», relativamente ao seu valor real — impõem menores custos aos seus credores desprotegidos quando aquela ocorre. Em sentido contrário, as empresas cujo valor, enquanto solventes, assenta fundamentalmente em activos intangíveis (capital intelectual, parcerias estratégicas, contratos celebrados, trespasses, marcas, patentes, etc.), que desaparecem se a empresa se tornar insolvente, impõem maiores custos aos seus credores em caso de falência⁽⁵⁴⁾.

Assim, se o montante de endividamento que a empresa inclui na sua estrutura do capital supera o valor esperado de mercado dos seus activos em caso de falência, parte ou a totalidade dos seus credores prioritários/desprotegidos, bem como a totalidade dos seus accionistas encontram-se desprotegidos, o que os leva a exigir um «prémio de ausência» para investir na empresa. Este prémio reflecte-se numa desvalorização da cotação de mercado dos títulos da empresa⁽⁵⁵⁾. Segundo Brealey e Myers (1998), esta desvalorização pode considerar-se como uma estimativa de mercado do valor actual dos custos de insolvência e, por conseguinte, será tanto maior quanto maior for a desvalorização dos activos da empresa, em caso de falência.

Em face do exposto, *ceteris paribus*, é de esperar que as empresas cujos activos possuem um maior valor colateral recorram mais ao capital alheio, pois possuem uma maior capacidade relativa de endividamento devido à base que aqueles activos proporcionam para fazer face a eventuais custos de insolvência. Na linha deste argumento, e de outros que se evidenciam no próximo capítulo, a investigação empírica levada a cabo em diferentes

⁽⁵⁴⁾ Estes activos são, segundo Jensen *et al.* (1992), entre outros, normalmente utilizados como *proxy's* das oportunidades futuras de crescimento da empresa.

⁽⁵⁵⁾ Neste sentido, Fama e French (1992) defendem que às empresas com maior proporção de activos intangíveis (oportunidades de crescimento) é aplicada uma maior taxa para calcular o seu valor actual, por virtude dos maiores custos de insolvência que impõem aos seus investidores e, consequentemente, do maior risco que para estes representam.

espaços económicos tem fornecido um forte apoio a uma relação directa entre o peso do endividamento na estrutura do capital da empresa e a proporção dos seus activos tangíveis (ex. Friend e Lang, 1988; Thies e Klock, 1992; Balakrishnan e Fox, 1993; Chung, 1993; Adedeji, 1998; Crutchley *et al.*, 1999; Chen e Steiner, 1999; Hall *et al.*, 2000 e Booth *et al.*, 2001). Na mesma linha, trabalhos como os de Bradley *et al.* (1984), Long e Malitz (1985), Balakrishnan e Fox (1993), Crutchley *et al.* (1999) e Chen e Steiner (1999), fornecem evidência empírica consistente com uma relação inversa entre a proporção dos activos intangíveis e o rácio de endividamento da empresa. Porém, apesar do consenso que começa a prevalecer na literatura, estudos como o de Titman e Wessels (1988), ao considerarem este atributo enquanto determinante da estrutura do capital, não encontram qualquer relação, estatisticamente relevante, entre as duas variáveis.

1.5.5. Modelos de previsão de situações de falência

A par dos trabalhos que se têm preocupado em evidenciar alguns dos atributos das empresas, que hipoteticamente influenciam a probabilidade de se depararem com situações de insolvência financeira, outros, baseando-se em indicadores para medir esses atributos, têm proposto modelos analíticos em que se procura prever, e assim tentar prevenir, situações de falência⁽⁵⁶⁾. De entre estes trabalhos destaque-se, em primeiro lugar, o de Altman (1968), onde se propõe o método conhecido por *Z-score*. Este método gera, a partir de um conjunto de rácios, um *Z-score*, que depois é comparado com um valor crítico, da seguinte forma⁽⁵⁷⁾:

⁽⁵⁶⁾ Estes modelos possuem uma característica comum: apoiam-se, fundamentalmente, nos rácios construídos para efeitos da análise financeira e utilizam funções discriminantes.

⁽⁵⁷⁾ O autor partiu, inicialmente, de um conjunto de 22 rácios, classificados em cinco categorias: rentabilidade, endividamento, liquidez, solvabilidade e funcionamento. De seguida, recorrendo às análises de componentes principais e discriminante e a uma amostra de 66 empresas de um mesmo sector e com um volume de activos semelhante – das quais 50% declararam falência durante o período da análise (1946-1965) –, seleccionou aqueles que mais

$$Z = \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \alpha_4 X_4 + \alpha_5 X_5 \quad (1.21)$$

onde,

79

α_i , com $i=1,2, \dots, 5$, representa os parâmetros do modelo, estimados a partir dos dados históricos⁽⁵⁸⁾;

$$X_1 = \frac{\text{Fundo de Maneio}}{\text{Total do Activo}} ;$$

$$X_2 = \frac{\text{Resultados Retidos}}{\text{Total do Activo}} ;$$

$$X_3 = \frac{\text{Resultados Antes de Juros e Impostos}}{\text{Total do Activo}} ;$$

$$X_4 = \frac{\text{Valor de Mercado dos Capitais Próprios}}{\text{Valor Contabilístico das Dívidas}} ;$$

$$X_5 = \frac{\text{Volume de Negócios}}{\text{Total do Activo}} .$$

Se o valor do *Z-score*, de uma empresa em concreto, se situa abaixo do valor crítico, essa empresa é uma forte candidata à falência e é-o tanto mais quanto maior for aquele afastamento⁽⁵⁹⁾.

Apesar da simplicidade de aplicação, este modelo depara-se com três importantes limitações. Em primeiro lugar, baseia-se num conjunto de rácios para os quais não existe um suporte teórico claro. Como refere Rodrigues

contribuem para a inércia total, retendo assim cinco, a partir dos quais construiu uma função discriminante.

⁽⁵⁸⁾ Tendo por base a amostra e a metodologia referidas na nota anterior, Altman obteve, para cada um destes coeficientes, as seguintes estimativas: $\alpha_1=0,12$; $\alpha_2=0,14$; $\alpha_3=0,33$; $\alpha_4=0,06$ e $\alpha_5=0,99$.

⁽⁵⁹⁾ De acordo com as estimativas de Altman, o valor crítico – ou seja, o ponto de separação – situa-se em 2,675. Assim, logo que uma empresa apresente um valor de *Z* inferior àquela cifra, é uma forte candidata à falência. Porém, importa sublinhar que a análise comporta erros de classificação (tipo I e tipo II) que, segundo as estimativas do autor, ocorrem quando os valores de *Z* se situam entre 1,81 e 2,99, intervalo designado por «zona cinzenta».

(1996, p. 26), «a pesquisa empírica, sobre as falências, não tem sido acompanhada por um desenvolvimento teórico paralelo, que permita estabelecer quais as variáveis a estudar nos modelos. ... a selecção dos rácios torna-se uma questão empírica, ou ainda a sua inclusão na análise é baseada unicamente na faculdade de aumentarem a capacidade de previsão dos modelos»⁽⁶⁰⁾. Em segundo lugar, a análise que o modelo permite permanece limitada, face aos seus propósitos, em virtude dos limites dos rácios, no que se refere a uma análise dinâmica (Bellalah, 1998, p. 61). Por último, como sublinham Couret e Gérard, citados em Bellalah (1998), os métodos fundados sobre a utilização de rácios financeiros consideram apenas uma dimensão da empresa, ignorando assim o facto de que aquela é composta por um conjunto de subsistemas. As dificuldades do subsistema financeiro podem ter a sua origem nos outros subsistemas que compõem a empresa, de que são exemplos o de marketing e o de gestão da produção⁽⁶¹⁾.

Com o intuito de suprir algumas das limitações apontadas, Laitinen (1991), através de um processo de simulação, propõe um modelo onde as várias dimensões da empresa se podem combinar e se procura organizar e sistematizar uma visão da mesma. Segundo o seu modelo, diferentes combinações das diferentes dimensões da empresa resultam em diferentes níveis de desempenho, que se traduzem em trajectórias de crise ou de sucesso. Assim, no quadro deste modelo, a simulação das diferentes trajectórias

⁽⁶⁰⁾ A este propósito vide Altman *et al.* (1977), onde se alarga a bateria de indicadores (rácios) considerados *a priori* na construção da função discriminante (modelo Zeta). Segundo os autores, alguns daqueles indicadores, ao representarem inovações relativamente aos estudos anteriores, nomeadamente em relação ao estudo de Altman (1968), contribuíram para que o seu modelo final (que incluía sete variáveis) se revelasse, nas suas palavras, impressionantemente preciso e operacional.

⁽⁶¹⁾ Apesar destas limitações, versões modificadas da função Z de Altman têm sido utilizadas em trabalhos como os de El Hennaway e Morris (1983), MacKie-Mason (1990), Graham *et al.* (1998), Graham (1996a, 2000) e Mateus e Brandão (2001). De igual modo, o método dos *scores*, fundado sobre os rácios vulgarmente utilizados na análise financeira, de que aquela função é um caso particular, é utilizado pela Central de Balanços do Banco de França. Para um conhecimento mais aprofundado dos indicadores construídos por aquela central de balanços, para avaliar a vulnerabilidade das empresas ao risco de falência, vide, entre outros, Banque de France (1985, 1989, 1991, 1995) e Rodrigues (1996).

da empresa permite uma identificação precoce dos sinais de crise e torna possível uma discussão dos prováveis erros estratégicos que estão na sua base^{(62),(63)}. Como é evidenciado pelo autor, erros no planeamento estratégico, que conduzam a um crescimento demasiado acelerado e/ou instável e a uma rendibilidade fraca, podem levar a uma situação de falência, pois aquele crescimento desmesurado, conjugado com a fraca capacidade de autofinanciamento, força a empresa a recorrer a empréstimos em situações pouco favoráveis. Esta situação contribui para que a capacidade da empresa de fazer face ao serviço da dívida existente, bem como de recurso a novo endividamento, diminua, fazendo com que aquela entre num círculo vicioso, terminando frequentemente na falência ou, então, na reestruturação compulsiva.

A par dos modelos baseados na análise discriminante, começam por assumir relevância na literatura, a partir da década de oitenta, outros tipos de modelização para classificar as empresas face à sua probabilidade de falência⁽⁶⁴⁾. A análise LOGIT, PROBIT e, mais recentemente, a utilização das redes neuronais (*neural networks*) constituem a base dos principais tipos de modelização a que a investigação deste fenómeno tem recorrido⁽⁶⁵⁾.

⁽⁶²⁾ Laitinen (1991), na construção do seu modelo, serve-se da perspectiva teórica de Beaver (1966), onde se vêem as empresas como um reservatório de activos líquidos, cujo movimento é possibilitado pelos fluxos de caixa.

⁽⁶³⁾ Para uma aplicação do modelo de Laitinen adaptado ao caso português, vide Rodrigues (1996).

⁽⁶⁴⁾ Apesar de a análise discriminante continuar a ser amplamente utilizada, ela tem sido alvo de algumas críticas, o que, em parte, tem motivado a investigação no sentido de procurar novos caminhos de modelização. Estas críticas prendem-se, sobretudo, com alguns dos aspectos inerentes à sua utilização, tais como: a distribuição das variáveis, a interpretação da significância dos pesos das variáveis, a estimativa da taxa de erro, a selecção de probabilidades *a priori* e/ou o custo das classificações erradas (Eisenbeis, 1977).

⁽⁶⁵⁾ Não cabendo aqui uma revisão deste tipo de modelos, referem-se, no entanto, alguns dos trabalhos que podem ser consultados para um conhecimento deste tipo de modelização: Ohlson (1980), Scott (1981), Gentry *et al.* (1985), Zavgren (1985), Zavgren e Friedman (1988), Papoulias e Theodossiou (1992), Platt *et al.* (1994), Cinca e Larraz (1998) e Chocce *et al.* (2000). Entre nós, uma aplicação da análise LOGIT à classificação das empresas, face à sua probabilidade de falência, pode ser encontrada em Rodrigues (1996) e Santos (2002) e uma aplicação das redes neuronais à classificação de clientes particulares, face ao risco de crédito que representam para as instituições financiadoras, em Peste (1997).

A utilização paralela de modelos, baseados em diferentes técnicas de análise, constitui uma importante forma exploratória dos dados, ao mesmo tempo que fornece um forte apoio ao critério de selecção das variáveis. Se os diferentes tipos de análise, que assentam em pressupostos diferentes, seleccionarem os mesmos indicadores, tal constitui um forte indício da relevância desses indicadores no que se refere ao seu valor de previsão em termos de classificação das empresas, face à sua probabilidade de falência. Como documentam Chocce *et al.* (2000), no contexto das empresas chilenas, apesar de os modelos baseados nas redes neuronais apresentarem um melhor desempenho, no que respeita à selecção das variáveis com maior valor de previsão, os modelos baseados na análise discriminante e LOGIT fornecem um importante contributo para se avaliar a significância estatística dessas variáveis. Face a estes resultados, aqueles autores propõem que a investigação procure um modelo híbrido para explicar, classificar e prognosticar casos de falência. Este modelo deverá combinar diferentes técnicas estatísticas e técnicas de inteligência artificial, como as redes neuronais e as árvores de decisão.

1.6. Conclusão

As proposições estabelecidas nos trabalhos de MM (1958, 1963), bem como os seus corolários, ao romperem com o pensamento que então prevalecia, desencadearam um intenso debate, que ainda hoje perdura, acerca das determinantes da estrutura do capital das sociedades, bem como dos efeitos dessa estrutura sobre o seu valor. Todavia, como é reconhecido pela literatura, os trabalhos de MM, ao mostrarem sob que condições a estrutura do capital é irrelevante em termos de valorização da empresa, para além de outros méritos, constituíram um marco importante no desenvolvimento da teoria da estrutura do capital, em geral, e no estudo dos efeitos da

fiscalidade nas decisões das sociedades relativas à escolha das suas fontes de financiamento, em particular. Ao longo deste capítulo concentrámos a nossa atenção neste último aspecto.

Quando MM (1963) introduzem no seu modelo original os impostos sobre os rendimentos societários e concluem que o valor da empresa é uma função crescente com o montante de endividamento que inclui na sua estrutura de financiamento, reconhecem que existem outros elementos que contribuem para a determinação da estrutura do capital óptima, como os custos de insolvência financeira e a tributação do rendimento dos investidores. Contudo, mais tarde, Miller (1977) vem a demonstrar, debaixo de um conjunto de hipóteses, que na presença daquelas duas categorias de impostos, apesar de existir um montante de endividamento óptimo, quando consideradas as empresas no seu conjunto — isto é, que minimiza o somatório da carga fiscal das empresas e dos investidores —, o mesmo não se passa quando cada uma delas é considerada individualmente. Assim, segundo o autor, a fiscalidade não possui qualquer influência no valor de uma empresa em particular. Porém, o abandono das hipóteses em que o modelo se baseou — ausência de risco para os investidores do endividamento das empresas, inexistência de custos de transacção e, em particular, a hipótese de que o resultado da empresa antes de encargos financeiros é persistentemente positivo e de tal ordem que permite a dedução integral desses mesmos encargos — levou alguns autores (ex. DeAngelo e Masulis, 1980; Modigliani, 1982 e Kim e Taggart, 1982) a contestar as suas conclusões. Segundo estes autores, quando são consideradas fontes de protecção fiscal substitutas das relacionadas com o endividamento (*non-debt tax shields*), o valor marginal do endividamento, em termos da poupança fiscal que proporciona, encontra-se condicionado pela possibilidade do resultado da empresa permitir a dedução integral de todas as fontes de protecção fiscal disponíveis. De acordo com estes autores, a taxa efectiva de imposto a que cada empresa tem que fazer face, ao ser afectada, quer pelo montante dos

encargos financeiros, quer pelo montante das outras fontes de protecção fiscal disponíveis, torna a estrutura do capital relevante em termos do valor da empresa. Em particular, a modelização apresentada levanta a hipótese de uma relação inversa entre as «outras fontes de protecção fiscal disponíveis» e o peso do endividamento na estrutura do capital da empresa. Contudo, Dammon e Senbet (1988), ao endogeneizarem a política de investimento, defendem que a verificação daquela hipótese se encontra dependente de dois efeitos: efeito de substituição e efeito de rendimento. A sua validade impõe que o primeiro efeito prevaleça sobre o segundo.

Mais recentemente, uma linha de investigação iniciada por Graham (1996a, 1996b e 2000) veio permitir que se desenvolvesse uma metodologia de cálculo da taxa de imposto marginal, a que cada empresa está exposta, face a uma unidade de rendimento adicional gerado no presente. O cálculo desta taxa, bem como a compreensão dos seus efeitos na política de endividamento da empresa, ao mesmo tempo que vem reforçar as correntes de investigação que defendem que a estrutura do capital não é neutra em termos de valorização da empresa, veio permitir estabelecer uma função do benefício fiscal do endividamento, que cada empresa possui na sua estrutura de financiamento.

No campo empírico a investigação existente tem seguido, fundamentalmente, três caminhos. Um primeiro grupo de trabalhos tem procurado testar a influência da fiscalidade na estrutura do capital das empresas, analisando a relação existente entre as «outras fontes de protecção fiscal disponíveis» e o peso do endividamento na sua estrutura de financiamento. Neste domínio, os resultados a que a investigação empírica tem vindo a ser conduzida, para além de se mostrarem divergentes, parecem ser influenciados pelo(s) indicador(es) utilizado(s) para medir o atributo em questão. Um segundo grupo de estudos tem-se centrado na análise das alterações da estrutura do capital das empresas em situações pontuais, normalmente caracterizadas, quer por necessidades suplementares de financiamento externo, quer por

alterações pontuais e significativas de variáveis fiscais que afectam, directa ou indirectamente, a tributação dos rendimentos das sociedades e dos investidores. Estes estudos, ao contrário dos anteriores, revelaram-se consensuais no que se refere aos efeitos da fiscalidade nas decisões relativas à estrutura do capital das empresas. Por fim, um terceiro grupo tem procurado, por um lado, testar se o recurso ao endividamento, por parte de uma determinada empresa, se encontra relacionado com a sua taxa de imposto marginal específica e, por outro, quantificar a percentagem do valor da empresa que é devida à poupança fiscal proporcionada pelo seu endividamento. Os resultados destes estudos revelam também que a fiscalidade não é neutra no que se refere ao valor da empresa.

Dado que os custos de insolvência financeira podem constituir um travão à expansão do endividamento e, conseqüentemente, aos benefícios fiscais que o mesmo poderá proporcionar, na segunda parte deste capítulo concentrámos a nossa atenção nos estudos que têm procurado quantificar estes custos, bem como naqueles que têm evidenciado algumas das características das empresas que poderão influenciar a probabilidade da sua ocorrência e a sua importância relativa. Neste domínio, a investigação, embora não seja consensual, tem revelado que a dimensão da empresa, a composição do seu activo fixo, bem como a volatilidade dos seus resultados (risco de negócio), se assumem como potenciais determinantes da sua estrutura do capital.

A terminar, foram ainda revistos alguns dos estudos que, baseando-se em indicadores para medir os atributos que hipoteticamente influenciam a probabilidade de as empresas se depararem com situações de insolvência financeira, têm proposto modelos analíticos para prever, e assim tentar prevenir, situações de falência. Estes modelos têm-se tornado cada vez mais complexos, no sentido de incorporarem as diversas dimensões da empresa.

As vantagens que normalmente são atribuídas ao endividamento, que as empresas incluem na sua estrutura do capital, não se esgotam nos benefí-

cios fiscais que, eventualmente, o mesmo poderá proporcionar. Da gestão da estrutura do capital resultam, igualmente, outros benefícios, como a minimização dos custos que provêm dos conflitos de interesses que se podem travar no seio das empresas modernas. A este assunto dedicaremos o próximo capítulo.

CAPÍTULO 2

A ESTRUTURA DO CAPITAL NA PERSPECTIVA DA TEORIA DE AGÊNCIA

2.1. Introdução

Numa economia de mercado, as organizações em geral e as sociedades de capitais em particular — das quais são de destacar as sociedades anónimas — são unidades cada vez mais complexas no seio das quais coexistem múltiplos interesses, não raras vezes conflituosos. Estes conflitos, ao gerarem ineficiências⁽⁶⁶⁾, entram o funcionamento da empresa e, conseqüentemente, repercutem-se no seu valor. Reconhecendo este facto, a partir da segunda metade da década de setenta, começam por assumir relevância na literatura os argumentos de que as decisões relativas à estrutura do capital podem atenuar, ou mesmo eliminar, alguns daqueles conflitos e, por consequência, os seus custos, nomeadamente aqueles que resultam da separação entre a propriedade e a administração das sociedades.

⁽⁶⁶⁾ Entre estas, sublinhe-se as que resultam da inadequada visão de conjunto das várias partes em confronto, nas decisões sobre a gestão corrente, investimento e financiamento. Esta distorção tende a ser mais expressiva e nefasta quando a empresa se encontra numa situação de insolvência provisória, pois é nesta situação que os accionistas (administradores) poderão ser tentados a desistir da maximização do valor da empresa e a prosseguir os seus interesses próprios, ao enveredarem por políticas de investimento sub-óptimas e pela inadequada estruturação dos capitais permanentes. Estas estratégias são claramente nefastas para a empresa e para a economia em geral, pois comportam em si efeitos indesejáveis: por um lado, o agravamento das taxas do financiamento alheio e, por outro, a interferência de terceiros na gestão e no controlo da empresa, em defesa dos interesses dos credores.

Este tipo de abordagem, iniciado por Jensen e Meckling (1976), socorre-se dos ensinamentos da teoria de agência (teoria dos custos de delegação) — onde se reconhece que, embora os conflitos de interesses sejam intrínsecos ao funcionamento das organizações modernas, pois os diferentes intervenientes não têm os mesmos direitos sobre os recursos daquelas, nem as mesmas responsabilidades e, como tal, nem sempre existe uma convergência dos seus interesses, eles podem ser resolvidos considerando que a base da empresa se encontra num conjunto de contratos formais e informais — e fundamenta-se na análise dos factores que poderão conduzir ao equilíbrio de interesses entre os administradores (*agents*) e os investidores (*principals*).

Segundo Jensen e Meckling (1976), uma relação de agência é materializada por um contrato pelo qual o *principal* mandata o *agente* para agir por sua conta e de acordo com o seu interesse. Porém, se ambas as partes procuram maximizar a sua função de utilidade, o *agente* nem sempre agirá de acordo com o interesse do *principal*. Este último, sabendo que o *agente* pode ter um comportamento que se desvia dos seus interesses, terá que implementar um sistema de vigilância e, assim, suportar custos de controlo (*monitoring costs*), de forma a limitar os comportamentos oportunistas⁽⁶⁷⁾. Por seu turno, o *agente* terá que suportar também custos de obrigação ou de justificação (*bonding costs*) para convencer o *principal* de que age no seu interesse. Estes custos, com vista à optimização dos diferentes interesses conflituosos, são designados por custos de agência.

No seu trabalho pioneiro, Jensen e Meckling (1976) identificam dois tipos de conflitos e, conseqüentemente, distinguem os custos de agência

⁽⁶⁷⁾ Implementado este sistema de vigilância, as perdas suportadas pelo *principal*, em caso de falhanço do sistema de controlo por si implementado, são consideradas custos residuais. Estes custos são aceitáveis por parte do *principal*, pois, se tivesse a pretensão de controlar toda a actividade do *agente*, o custo marginal do sistema de controlo necessário tornava-se, a partir de certa altura, superior ao seu rendimento marginal. Nesta situação, o sistema de vigilância ou controlo implementado, em lugar de contribuir para a redução da perda de valor da empresa, resultante do facto de o *agente* poder não decidir de acordo com o interesse do *principal*, contribuiria para acentuar aquela perda.

que lhes estão associados: por um lado, aqueles que advêm do conflito de interesses entre os accionistas, simultaneamente administradores, e os restantes (*agency costs of equity*) e, por outro, os que resultam do conflito de interesses entre os accionistas e os credores da empresa (*agency costs of debt*)⁽⁶⁸⁾.

Neste capítulo, de entre os mecanismos internos e externos que podem ser utilizados para a minimização dos custos de agência, que tendem a emergir no contexto das empresas modernas, exploram-se as alterações da estrutura do capital, enquanto mecanismo que pode ser utilizado para alcançar tal objectivo.

2.2. O endividamento enquanto meio para resolver os conflitos de interesses entre administradores e accionistas

Para ilustrar o primeiro tipo de conflito atrás referido e a forma como os custos de agência que lhe estão associados contribuem para a redução do valor da empresa, Jensen e Meckling (1976) começam por admitir uma empresa inicialmente financiada, exclusivamente, por capitais detidos por um único proprietário — sendo ele que assume, também, a direcção dos seus destinos — e analisam o seu comportamento face a uma abertura do capital a accionistas externos. Após a abertura do capital da empresa a investidores externos, os administradores, embora suportem sozinhos uma responsabilidade acrescida sobre as actividades desenvolvidas (abstendo-se, por vezes, de usufruir de certas regalias que o lugar lhes proporciona), vêem-se

⁽⁶⁸⁾ Importa recordar que os conflitos de interesses, que podem surgir no contexto das empresas modernas, não se esgotam nos identificados por Jensen e Meckling (1976). Existem outros, como aqueles que se travam entre os accionistas, por um lado, e os trabalhadores, subcontratados, clientes, fornecedores, etc., por outro. Porém, como nota Bellalah (1998, p. 82), aqueles dois tipos de conflitos de interesses constituem o fundamento dos modelos que procuram explicar as decisões relativas à estrutura do capital das empresas tendo por base a teoria de agência.

forçados a repartir os «louros» com os restantes accionistas. Neste contexto, poderão ser tentados a prosseguir o seu interesse próprio (aproveitando ao máximo as regalias que o lugar lhes proporciona), em detrimento do objectivo global de maximização do valor da empresa, pois eles suportam o custo total de se privarem de certas regalias e recebem apenas uma parte do benefício. Esta ineficiência será tanto menor quanto maior for a sua participação no capital próprio da sociedade. Assim, supondo um mercado de capitais onde as expectativas dos investidores são racionais, estes irão antecipar aquele tipo de comportamento por parte dos administradores e, por consequência, o preço que estão dispostos a pagar por cada acção que lhes é oferecida reflecte a probabilidade de ocorrência desse comportamento. Esta redução do valor dos títulos é apontada como uma consequência dos conflitos de interesses resultantes da separação entre a propriedade e a administração da empresa.

Apesar de o efeito sobre o valor dos títulos, motivado pela abertura do capital a accionistas externos, poder ser minorado pelo sistema de acompanhamento e vigilância implementado pelo *principal*, não se pode esquecer que aquele sistema implica custos, conforme atrás referimos. Assim, uma forma de o empresário, único proprietário, financiar as novas oportunidades de investimento rendíveis, sem sofrer grandes perdas de utilidade, deverá centrar-se na procura de fontes de financiamento que minimizem os conflitos de interesses referidos e, consequentemente, evitem os custos de agência que lhes estão associados.

A investigação que tem sido levada a cabo nesta área é consensual no que se refere às potencialidades do endividamento, enquanto forma de atenuar os conflitos de interesses a que nos temos vindo a referir, apesar de apresentar algumas especificidades no que diz respeito à fundamentação a que recorre.

Jensen (1986) argumenta que os conflitos de interesses entre accionistas e administradores se colocam, com especial importância, quando a em-

presa gera um *cash-flow* «excedentário» (*free cash-flow*)⁽⁶⁹⁾. Esta situação é propícia para que os administradores sejam tentados a seguir os seus próprios objectivos, ao transferirem estes recursos para o seu património privado. Paralelamente, como também argumenta Stulz (1990), mostram-se reticentes em distribuir estes recursos aos sócios/accionistas, ao preferirem aplicá-los em projectos cuja rendibilidade é diminuta ou até negativa (problema de sobre-investimento), pois o crescimento da empresa é visto como um aumento da sua importância, bem como da sua remuneração⁽⁷⁰⁾. Em face destes possíveis comportamentos, aqueles autores defendem uma solução de financiamento que equacione o recurso ao endividamento. Esta solução, ao obrigar a que se tenha que fazer face à satisfação do serviço da dívida, limita a quantidade de recursos que podem ter uma utilização discricionária por parte dos administradores. Mas, a par deste benefício, o recurso ao endividamento também apresenta desvantagens, sendo que a principal reside no facto de o pagamento do serviço da dívida poder vir a esgotar (ou até mais do que isso) os meios libertos brutos da empresa, reduzindo (ou mesmo absorvendo), desta forma, os fundos disponíveis para investimentos rendíveis. Assim, como demonstra Stulz (1990), o recurso ao endividamento, enquanto veículo para reduzir a quantidade de recursos que se encontram ao alcance de uma utilização discricionária por parte

⁽⁶⁹⁾ Segundo Jensen (1986), existe uma situação de *free cash-flow* sempre que a empresa dispõe de um montante de recursos superior àqueles que são necessários para financiar todos os seus projectos com VAL positivo, avaliados à taxa de rendibilidade exigida pelos accionistas e não à aceite pelos administradores para investirem.

⁽⁷⁰⁾ Este possível comportamento é também realçado por Shleifer e Vishny (1989), Morck *et al.* (1990), Charreaux (1997), entre outros. Nestes trabalhos defende-se que os administradores são tentados a crescer a sua dependência face aos accionistas, ou seja, a emitir capital próprio e a alargar o seu espaço discricionário, com vista a efectuarem investimentos de acordo com os seus próprios interesses, investimentos esses que são, com frequência, contrários ao objectivo da maximização da riqueza dos accionistas existentes. Jung *et al.* (1996) encontram evidência empírica consistente com aquele comportamento. Neste mesmo sentido, Berger *et al.* (1997) encontram evidência que apoia o modo conservador dos administradores no que se refere ao uso do endividamento. Em particular, *ceteris paribus*, os resultados empíricos encontrados sustentam que os administradores evitam escoar os *cash-flows* da empresa no pagamento do serviço da dívida e só recorrem a esta fonte de financiamento depois de experimentarem ameaças relativamente à segurança do seu emprego.

dos administradores, apenas é recomendado quando os custos de controlo da actividade dos administradores são muito elevados, o mesmo é dizer, sempre que uma unidade monetária suplementar de encargos financeiros que o mesmo implica é compensada pelo benefício marginal que produz.

Em Grossman e Hart (1982), Williamson (1988) e Harris e Raviv (1990) — ao ser dada aos investidores a possibilidade de liquidarem a empresa se o seu *cash-flow* for «pobre» e ao supor-se que os administradores preferem sempre manter a empresa em funcionamento — o recurso ao endividamento tende a incentivar os administradores, preocupados com a sua reputação, a trabalharem mais arduamente e a consumirem menos bens de luxo, para evitarem cair numa situação de ruptura financeira (situação que permite aos investidores liquidarem a empresa), pois são os administradores quem mais têm a perder se esta situação vier a ocorrer. Como custos do endividamento é apontada a necessidade (que cresce com os níveis de endividamento) de produção de informação, a disponibilizar aos investidores para que estes possam acompanhar o andamento da empresa e exercer o seu direito de liquidação se tal se justificar⁽⁷¹⁾.

Outros trabalhos, de que são exemplo os de Haugen e Senbet (1987) e Narayanan (1988), defendem que a resolução dos conflitos de interesses entre accionistas e administradores poderá ser conseguida pela emissão de títulos que combinem as vantagens do endividamento com as do capital próprio. Assim, sugerem que a resolução daqueles conflitos, e por consequência a

⁽⁷¹⁾ Seguindo uma linha de modelização semelhante, Chang (1992) propõe um modelo onde, face à necessidade de uma reestruturação da empresa, a estrutura óptima do capital surge, em parte, de um contrato entre trabalhadores e investidores. Segundo o modelo proposto, o montante de endividamento incluído naquela estrutura é geralmente menor do que aquele que maximiza o valor de mercado da empresa, em virtude das perdas que uma possível reestruturação da empresa impõe aos seus trabalhadores, reestruturação essa cuja probabilidade de ocorrência cresce com o rácio de endividamento.

Neste mesmo sentido, Jaggia e Thakor (1994) — ao introduzirem no seu modelo as economias fiscais permitidas pela dedutibilidade dos encargos financeiros —, demonstram que o nível de endividamento óptimo decresce com a especificidade do capital humano da empresa. Esta conclusão é também corroborada pelo modelo proposto por Moussu (2000), onde se estabelece uma ligação entre a estrutura de financiamento da empresa e o seu capital humano.

otimização do valor da empresa, deverá passar pela emissão de títulos híbridos, como as obrigações convertíveis. Segundo Haugen e Senbet, a emissão de obrigações convertíveis permite atenuar as ineficiências associadas à existência de recursos que podem vir a ter uma utilização discricionária por parte dos administradores, ao mesmo tempo que suavizam as desvantagens do endividamento, nomeadamente aquelas que são apontadas por Stulz (1990). Porém, Narayanan (1988) argumenta que este resultado apenas é obtido se a conversão daqueles títulos se tornar efectiva.

Barnea *et al.* (1985), em lugar de procurarem resolver os conflitos recorrendo à emissão de empréstimos, propõem um sistema que procura incentivar os administradores a trabalharem no sentido da maximização do valor da empresa. Este sistema consiste num plano de motivação dos administradores, baseado em *stock options*, associado a um plano de distribuição de uma parte do *free cash-flow* existente aos accionistas. Neste mesmo sentido, John e John (1993) desenvolvem um modelo onde se procura determinar um plano de incentivos a facultar aos administradores, com o propósito de alinhar os seus interesses com os dos accionistas, credores, trabalhadores e consumidores e assim atenuar os custos de agência provocados pelos conflitos que se podem vir a travar entre as diferentes partes.

Na Tabela 2.1 comparam-se, de acordo com os principais trabalhos revistos nesta secção, as principais origens dos conflitos de interesses entre accionistas e administradores, susceptíveis de se manifestarem nas empresas modernas, bem como os meios propostos para a sua resolução, não esquecendo as suas limitações.

A par dos esforços de modelização que se têm centrado no papel do endividamento, enquanto mecanismo interno para atenuar os custos de agência do capital próprio, uma outra linha de investigação tem-se voltado para o papel da política de dividendos. Os principais trabalhos que têm dado corpo a este tipo de modelização, bem como a argumentação a que recorrem, serão objecto de análise no capítulo 6.

Tab. 2.1 – Conflitos de interesses entre accionistas e administradores e forma da sua resolução segundo os diferentes trabalhos

Trabalho	Tipo de conflito	Meio proposto para a sua resolução	Vantagens do meio proposto	Desvantagens do meio proposto
Jensen e Meckling (1976)	Deslocação dos recursos da empresa para o consumo privado dos administradores	Recurso ao endividamento	Redução dos recursos que podem ter uma utilização discricionária por parte dos administradores	Problemas de « <i>substituição de activos</i> »
Jensen (1986)	Problema de sobre-investimento	Recurso ao endividamento	Redução do <i>free cash-flow</i>	—
Grossman e Hart (1982); Williamson (1988) e Harris e Raviv (1990)	Possibilidade de liquidar ou reorganizar a empresa	Recurso ao endividamento	Permite a liquidação da empresa	Custos de produção e divulgação de informação
Stulz (1990)	Problemas de sobre-investimento	Recurso ao endividamento	Redução do <i>free cash-flow</i>	Problemas de sub-investimento
Barnea <i>et al.</i> (1985)	Atitude discricionária por parte dos administradores face aos recursos da empresa	Plano <i>stock options</i> conjugado com a distribuição de parte do <i>free cash-flow</i>	Incentiva os administradores e reduz o <i>free cash-flow</i>	—
Haugen e Senbet (1987) e Narayanan (1988)	—	Emissão de títulos híbridos (ex. obrigações convertíveis)	Combina as vantagens do endividamento com as do capital próprio	—

2.3. O endividamento enquanto fonte de conflitos de interesses entre accionistas e credores

Os conflitos de interesses entre accionistas e credores, identificados por Jensen e Meckling (1976), resultam, fundamentalmente, do facto de os primeiros poderem vir a investir sub-optimamente — do ponto de vista da maximização do valor da empresa — e a seguir condutas que podem levar a uma má *performance* operacional, com o intuito de transferirem uma parte substancial da riqueza da empresa em seu favor, principalmente quando aquela se encontra fortemente endividada⁽⁷²⁾. Por um lado, os administradores/accionistas⁽⁷³⁾ das empresas endividadas são tentados a investir em projectos de risco elevado os fundos previamente obtidos junto dos credores, aumentando, conseqüentemente, o risco da empresa face à expectativa inicial dos credores. Este comportamento é claramente lesivo do interesse dos credores, pois, segundo os métodos de avaliação de activos, qualquer decisão que aumente o risco da empresa, face à expectativa inicial dos credores, irá contribuir para a valorização do capital próprio à custa dos capitais alheios. Ao investirem o dinheiro dos credores em projectos de risco e rendibilidade elevados, arriscando frequentemente a falência da empresa, obtêm a maior parte dos ganhos se o projecto não falhar; se, pelo contrário, o projecto falhar, as perdas são suportadas, sobretudo, pelos credores, numa sociedade cuja responsabilidade dos seus sócios é limitada. Assim, os administradores das empresas muito endividadas, que actuam no interesse dos accionistas, tenderão a favorecer os projectos com alto risco (comportamento que é designado na literatura por «efeito de substituição de activos»⁽⁷⁴⁾), visto que a perda potencial do valor das acções, em caso

⁽⁷²⁾ Como sublinha Leland (1998, p. 1237) «in maximizing the value of their claims, equity-holders will chose strategies that reduce the value of other claimants, including the government (tax collector), external claimants in default, and debtholders».

⁽⁷³⁾ É agora suposto que os administradores actuam de acordo com os interesses dos accionistas.

⁽⁷⁴⁾ Entre os trabalhos que se têm preocupado em modelizar este efeito, vide Barnea *et al.* (1980), Gavish e Kalay (1983), Green e Talmor (1986) e Leland (1998).

de falhanço, é mais do que compensada pelo ganho obtido à custa dos credores, em caso de sucesso.

Por outro lado, como salienta Myers (1977), os accionistas de uma empresa financeiramente insolvente podem mesmo recusar boas oportunidades de investimento se, para as concretizarem, for necessário contribuírem com capitais próprios frescos, dado que estas, ao aumentarem o activo da empresa, reduzem a probabilidade de insolvência e aumentam a remuneração dos obrigacionistas se a mesma ocorrer, originando, desta forma, uma subida do valor de mercado das obrigações à custa das contribuições dos accionistas e da taxa de retorno do investimento. Assim, qualquer oportunidade de investimento pode ter um valor reduzido para os accionistas, uma vez que os seus benefícios terão que ser repartidos com os obrigacionistas. Como consequência, os accionistas mostram-se relutantes em contribuir com capitais, não se escusando, por vezes, em descapitalizar a empresa⁽⁷⁵⁾.

Os credores, ao aperceberem-se que estão expostos a estes «jogos», que os colocam numa posição de perda, irão querer ver assegurada a sua posição, exigindo, *ex ante*, taxas de remuneração mais elevadas (que os compensem pelo maior risco que correm) e/ou contratos de empréstimo que acautelem a sua posição, ou seja, que lhes atribuam o direito de se oporem a decisões potencialmente perigosas (Brealey e Myers, 1998)⁽⁷⁶⁾. Quer o acréscimo das taxas de remuneração exigidas pelos credores, quer a negociação de contratos, bem como as restrições que estes impõem no que

⁽⁷⁵⁾ Importa realçar que não devemos ficar com a ideia de que os administradores e os accionistas estão sempre predispostos a apostar o dinheiro dos credores em projectos de risco elevado. Como é defendido por Diamond (1989), as empresas que possuem um histórico em que é traço dominante pagar fielmente aos seus credores, evitam optar por projectos de elevado risco para salvaguardarem a sua imagem. Por outro lado, os administradores, preocupados com a sua reputação, tendem a optar por projectos com maior probabilidade de sucesso, mesmo que não sejam os preferidos pelos accionistas, o que, de certo modo, também atenua a tentação de «jogar» à custa dos credores (Hirshleifer e Thakor, 1992).

⁽⁷⁶⁾ Smith e Warner (1979) e Kalay (1982a) analisaram as cláusulas que os credores procuram incluir nos contratos de empréstimo com o intuito de se protegerem de decisões, por parte dos accionistas/administradores, que afectam a sua posição. Concluíram que, de entre as cláusulas incluídas nos contratos, as mais frequentes são aquelas que visam condicionar as políticas de distribuição de resultados e de financiamento.

respeita às decisões operacionais e de investimento⁽⁷⁷⁾, são considerados custos de agência do endividamento (*agency costs of debt*) que terão de ser suportados pelos accionistas⁽⁷⁸⁾.

Apoiando-se no facto de que a propriedade dos direitos sobre a empresa se desloca das mãos dos credores para as mãos dos accionistas, através do «efeito de substituição dos activos», alguma da literatura existente tem-se centrado na análise do acréscimo do risco da empresa através daquele efeito, recorrendo a uma analogia entre o capital próprio e uma opção de compra⁽⁷⁹⁾. Barnea *et al.* (1980) exploram esta analogia e sugerem que o endividamento de curto prazo reduz o incentivo dos accionistas/administradores para o acréscimo do risco, sendo assim recomendado quando os custos de agência são elevados. Porém, dado que este resultado não tem merecido uma confirmação consensual por parte da investigação empírica existente⁽⁸⁰⁾, modelos como os de Leland e Toft (1996) e Leland (1998) têm-se voltado para a análise do papel da maturidade do endividamento, enquanto meio de controlo dos conflitos de interesses entre accionistas/administradores e credores — e, conseqüentemente, dos seus custos —,

⁽⁷⁷⁾ Como advertem Guigou e Vilanova (1999), as cláusulas muito restritivas, incluídas nos contratos de empréstimo, podem mesmo impedir que projectos altamente rendíveis sejam aceites. Assim, como constataram Berlin e Mester (1992), não é de surpreender que os contratos bancários, que incluem muitas cláusulas restritivas, sejam renegociados com maior frequência. A possível renegociação dos contratos faz com que as cláusulas neles incluídas funcionem como um mecanismo de optimização, no que se refere ao controlo dos conflitos de interesses, como é sintetizado por Guigou e Vilanova (1999, p. 108): «la sévérité des clauses initiales limite la substitution d'actifs; la renégociation des clauses en cas d'amélioration de la situation du débiteur évite l'apparition d'un problème de sous-investissement».

⁽⁷⁸⁾ Leland (1998) sustenta que, face a uma escolha realística de parâmetros, parte destes custos, ou seja, os «related to asset substitution are far less than the tax advantages of debt» (p. 1237). Resultado que é confirmado empiricamente por Parrino e Weisbach (1999).

⁽⁷⁹⁾ Esta analogia apoia-se no facto de a propriedade da empresa se deslocar para as mãos dos credores logo que o valor da dívida iguale ou exceda o da empresa e no facto de os accionistas poderem recuperá-la através do exercício da opção de compra.

⁽⁸⁰⁾ Enquanto que Barclay e Smith (1995) encontraram evidência empírica que apoia uma associação entre a maturidade do endividamento e as *proxy's* dos custos de agência relacionadas com as oportunidades de crescimento utilizadas, Stohs e Mauer (1996) contestaram esta associação ao defenderem que ela é ambígua. Leland (1998, p. 1216) realça que a investigação empírica neste domínio tem sido difícil de levar a cabo «... because few theoretical models which determine both the optimal amount and maturity of debt are available to formulate hypotheses».

associados ao problema da substituição de activos. O primeiro dos modelos, entre outros aspectos, aponta no sentido de Barnea *et al.* (1980), ou seja, «short term debt reduces or eliminates 'asset substitution' agency costs» (Leland e Toft, 1996, p. 987); o segundo, evidencia que os custos de agência contribuem para a redução da maturidade do endividamento, embora a sua importância seja pequena.

Mais recentemente, Park (2000) desenvolve um modelo onde se demonstra, igualmente, que a estrutura do endividamento constitui um importante mecanismo de redução dos custos de agência, sempre que se colocam problemas severos de comportamentos oportunistas por parte dos devedores. À luz do modelo proposto, o endividamento de curto prazo, ao obrigar à renegociação dos contratos com uma maior frequência, possibilita e induz um maior acompanhamento por parte dos intermediários financeiros, o que constitui uma forma de prevenir *ex ante* os eventuais comportamentos oportunistas dos devedores, ao mesmo tempo que permite evitar os problemas de sub-investimento.

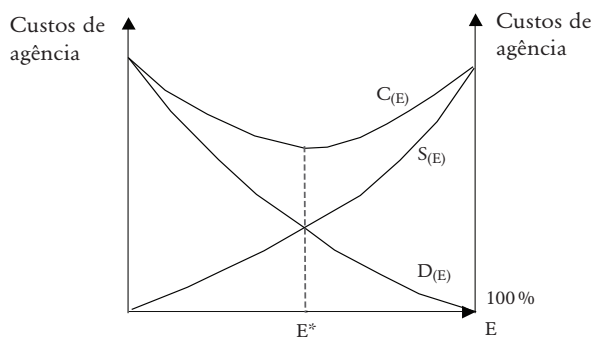
2.4. A estrutura do capital em função dos custos de agência: uma síntese

Como se evidenciou nas secções anteriores, se, por um lado, o recurso ao endividamento poderá contribuir para a minimização dos custos de agência dos capitais próprios, por outro, irá contribuir para acrescer os conflitos de interesses entre accionistas e credores e, por consequência, os custos de agência que lhes estão associados.

Reconhecendo a coexistência destas duas categorias de custos de agência, Jensen e Meckling (1976) defendem a existência de uma estrutura óptima do capital, caracterizada por uma proporção de capitais próprios e alheios que minimiza a função dos custos de agência totais (custos de agência dos capitais próprios externos + custos de agência do endividamento), ao mesmo tempo que propõem uma dupla leitura da estrutura de financiamento da

empresa: capitais próprios *versus* capitais alheios, por um lado, e estrutura de propriedade dos capitais próprios, por outro. A Figura 2.1 ilustra, para um nível de capitais próprios internos dado, segundo Jensen e Meckling, a determinação da estrutura óptima do capital, E^* (entendida como o peso dos capitais próprios externos no financiamento externo total). À medida que aumenta o peso de qualquer uma das fontes de financiamento externo, capitais próprios ou endividamento, crescem os custos de agência que lhes estão associados, como é evidenciado pelas funções que expressam esses custos, $S_{(E)}$ e $D_{(E)}$, respectivamente.

Fig. 2.1 – A estrutura óptima do capital em função dos custos de agência



Na esteira do trabalho pioneiro de Jensen e Meckling, o esforço de modelização que tem sido desenvolvido, por parte da literatura existente, ao mesmo tempo que defende, na grande maioria dos casos, uma estrutura óptima do capital que minimize a totalidade dos custos de agência, tem procurado evidenciar os diferentes mecanismos internos e externos, ou ainda uma conjugação de ambos, que poderão contribuir para a minimização de tais custos. Entre esses mecanismos são de destacar o recurso ao endividamento, a estrutura e a maturidade dos contratos de endividamento, os planos de incentivos facultados aos administradores com o propósito de alinhar os seus interesses com os das várias partes envolvidas (accionistas,

credores e trabalhadores), a política de distribuição de resultados e, ainda, o tipo de investidores⁽⁸¹⁾.

Paralelamente, aquele esforço tem alertado para as características da empresa que, ao influenciarem a amplitude dos custos de agência, podem condicionar as decisões relativas à sua estrutura do capital. Entre essas características realce-se a capacidade de gerar *cash-flows* «excedentários»⁽⁸²⁾, a percentagem do capital detido pelos administradores (e/ou estrutura de propriedade)⁽⁸³⁾ e as oportunidades de crescimento futuras⁽⁸⁴⁾.

⁽⁸¹⁾ A importância que assumem algumas categorias de investidores (ex. fundos de investimento e fundos de pensões) leva-os a desempenhar um papel importante no acompanhamento e controlo do comportamento dos administradores, constituindo, por consequência, um mecanismo de redução dos custos de agência. Para uma síntese de alguns dos trabalhos que têm proposto este mecanismo, bem como dos que o têm testado empiricamente, vide Crutchley *et al.* (1999).

⁽⁸²⁾ A este propósito vide Jensen (1986), Stulz (1990) e o estudo empírico de Bathala *et al.* (1995), onde, com base numa amostra de 182 empresas industriais americanas, se obtém uma relação directa entre o *free cash-flow* e o rácio de endividamento durante o período analisado (1984-1986). Este resultado não é confirmado por Poincelot (1999), ao estudar a mesma relação com base numa amostra de 99 empresas não financeiras francesas.

⁽⁸³⁾ Reconhecendo que os custos de controlo da actividade dos administradores dependem da composição do conselho de administração da empresa e da percentagem do capital detido pelos seus membros, alguma da investigação empírica recente – de que são exemplo os trabalhos de Bathala *et al.* (1995), Agrawal e Knoeber (1996), Casey e Anderson (1997), Theis e Casey (1999) e Crutchley *et al.* (1999) –, tem estudado a relação entre aquelas variáveis e a estrutura de financiamento da empresa. Agrawal e Knoeber (1996), recorrendo a uma amostra de 400 empresas americanas e informação referente a 1987, obtiveram relações positivas, quer entre a percentagem dos administradores externos (isto é, não accionistas) e o rácio de endividamento, quer entre esta última variável e a percentagem do capital detido pelos administradores (no primeiro caso significativa, ao nível de significância de 5% e, no segundo, ao nível de 10%). Estes resultados, como são interpretados pelos autores, apontam no sentido de o endividamento funcionar como um mecanismo externo de controlo do comportamento dos administradores, complementar àqueles mecanismos que são implementados pelos accionistas. Um resultado semelhante, no que se refere à relação entre o capital possuído pelos administradores e o rácio de endividamento, é obtido por Casey e Anderson (1997), ao analisarem uma amostra de empresas petrolíferas. Este resultado é justificado, segundo os autores, pela apetência das empresas, cujo capital se encontra fortemente concentrado ou nas mãos de investidores institucionais, em usar o endividamento de forma mais agressiva, com o intuito de aumentarem as taxas de rendibilidade dos capitais investidos.

Em sentido contrário ao dos estudos anteriores, a evidência empírica que nos é fornecida por Bathala *et al.* (1995), Crutchley *et al.* (1999) e Theis e Casey (1999) aponta para o facto de a percentagem do capital detido pelos administradores funcionar como um mecanismo de controlo dos custos de agência substituto do endividamento, ao encontrarem uma relação inversa entre ambas as variáveis, nos dois primeiros estudos tendo por base amostras de empresas americanas e, no último, uma amostra de empresas do Reino Unido.

⁽⁸⁴⁾ Como é defendido por Jensen e Meckling (1976) e Barnea *et al.* (1985) as empresas cujos activos são, na sua maior parte, intangíveis – ou seja, aquelas cujo valor assenta, funda-

Apesar dos avanços a que se tem assistido, no sentido de demonstrar a relevância empírica dos custos de agência aquando da tomada das decisões financeiras, a investigação tem-se esquecido da quantificação desses custos. Baseia-se, frequentemente, nos atributos da empresa que hipoteticamente influenciam tais custos, mas não tem procurado a sua quantificação de forma directa⁽⁸⁵⁾.

No sentido de colmatar aquela lacuna, Ang *et al.* (2000) preocuparam-se em quantificar, em termos absolutos e relativos, os custos de agência do capital próprio (*agency costs of equity*), considerando, para o efeito, uma amostra onde se incluíam empresas com diferenças ao nível da estrutura de propriedade e de administração. Essa amostra compreendia 1.708 pequenas empresas americanas não cotadas nos mercados de capitais e cuja estrutura de propriedade do seu capital se caracterizava da seguinte forma: (i) em 30,2% das empresas a propriedade do seu capital pertencia integralmente a uma só pessoa singular, cifra que sobe para 58,6% se a percentagem do capital considerada for superior a 50% e (ii) mais de 50% da propriedade do capital da empresa pertencia a uma só família, em 73,1% dos casos. No que respeita à administração, entre as empresas cuja propriedade do capital se encontrava concentrada numa só pessoa singular, era conduzida pelo próprio proprietário em 71,5% dos casos e em 74,2% pela pessoa singular que detinha mais de 50% do capital. Nas empresas cuja propriedade do capital era detida, em mais de 50%, por uma só família, a administração era exercida por um elemento da família, em 75,5% dos casos.

mentalmente, em oportunidades futuras de crescimento –, possuem maiores custos de agência associados ao conflito de interesses entre accionistas e credores provocados, quer pelo «efeito de substituição de activos», quer pelos problemas de sub-investimento. Neste sentido, é esperada uma relação inversa entre o atributo «oportunidade de crescimento futuro» e o rácio de endividamento da empresa. Esta relação é confirmada empiricamente, entre outros, por Kim e Sorensen (1986), Bathala *et al.* (1995), Crutchley *et al.* (1999), Chen e Steiner (1999) – no contexto das empresas americanas –, e por Lasfer (1995b) — no contexto das empresas do Reino Unido.

⁽⁸⁵⁾ Segundo Ang *et al.* (2000) este procedimento deve-se à indisponibilidade de informação relativa à estrutura de propriedade das empresas, nomeadamente no que se refere às não cotadas, necessária a uma quantificação directa dos custos de agência.

Para quantificar os custos de agência do capital próprio os autores propuseram duas medidas. Uma primeira, que consideraram uma medida directa daqueles custos, foi calculada da seguinte forma: diferença, face a cada dólar gasto, entre as empresas com uma certa estrutura de propriedade e de gestão e uma empresa considerada como referencial para efeitos de comparação (*zero agency-cost base case*). Esta última é, de acordo com Jensen e Meckling (1976), uma empresa cuja propriedade do seu capital pertence a uma só pessoa singular. Uma segunda — considerada como uma *proxy* das perdas de rendimento, devidas à utilização ineficiente dos activos resultantes do investimento em projectos com Valor Actual Líquido negativo ou à ilusão provocada pelos administradores —, foi assim calculada: diferença observada no rácio de eficiência de utilização dos activos (Vendas Anuais/Total do Activo) entre as empresas onde os administradores detêm a totalidade da propriedade do seu capital e aquelas em que os administradores possuem menos de cem por cento do capital.

Tendo por base a amostra acima referida e as medidas propostas, os autores concluíram que os custos de agência do capital próprio: (i) são significativamente altos quando as empresas são administradas por externos em lugar de internos; (ii) encontram-se inversamente relacionados com a percentagem do capital detido pelos seus administradores; (iii) são crescentes com o número de accionistas não administradores e (iv), numa menor extensão, são tanto mais baixos quanto maior for o acompanhamento da empresa por parte dos bancos, enquanto seus credores.

2.5. A importância dos custos de agência no contexto das PME's

O estudo de Ang *et al.* (2000) reveste-se de especial importância por duas razões fundamentais: por um lado, como atrás se referiu, trata-se de uma importante contribuição no que se refere à quantificação de forma

directa dos custos de agência dos capitais próprios; por outro, alerta para a relevância daqueles custos no contexto das pequenas e médias empresas (PME's), universo que raramente merece a atenção da investigação que tem sido levada a cabo em finanças empresariais, pois esta volta-se sobretudo para as empresas de grande dimensão e cotadas em bolsa.

Dado que a existência de conflitos de interesses entre accionistas e administradores e, conseqüentemente, os custos de agência que lhes estão associados, pressupõe uma separação entre a propriedade da empresa e a sua administração, poderá parecer intuitivo afirmar que estes custos não se manifestam nas PME's, pois nestas existe, com frequência, a concentração numa só pessoa singular, ou num número reduzido, da propriedade e da administração⁽⁸⁶⁾. Porém, como demonstram Yazdipour e Song (1991) ao transporem o modelo de Jensen e Meckling (1976) para o universo das PME's, estes custos assumem especial importância no momento da abertura do capital da empresa a investidores externos. Os investidores externos, ao aceitarem disponibilizar capitais a estas empresas, que não possuem uma avaliação por parte do mercado e cuja liquidez dos títulos é diminuta, tendem a implementar esquemas de acompanhamento e controlo, de forma a que os administradores/empresários, ao agirem no sentido de maximizar a sua função de utilidade, não possam atentar contra os seus interesses. Estes esquemas implicam custos. Todavia, como argumentam os mesmos autores, esta situação de abertura do capital a investidores externos é pouco frequente, dada a cultura de resistência destas empresas à interferência de novos accionistas no seu modelo de propriedade e gestão.

No que se refere aos conflitos de interesses entre accionistas (proprietários) e credores, também aqui estas empresas apresentam uma forte

⁽⁸⁶⁾ Contudo, como adverte Rocha (2001), nas PME's com vários proprietários, que assumem conjuntamente a administração da empresa, embora deixem de existir os tradicionais conflitos de interesses entre proprietários e administradores, podem surgir conflitos entre eles, dando origem a «novos» custos de agência.

especificidade. Como argumenta Ang (1991), os custos de agência advindos daqueles conflitos são, por vezes, muito expressivos, fundamentalmente por três motivos: (i) as deficiências ao nível de gestão, quando associadas aos problemas de sucessão que surgem com frequência nestas empresas, contribuem para a redução do seu ciclo de vida e aumentam a incerteza dos *cash-flows* futuros; (ii) as assimetrias de informação entre os diferentes intervenientes, associadas à forte propensão do empresário/administrador em praticar arbitragem entre o seu património pessoal e o da sociedade, com o intuito de maximizar a sua riqueza pessoal, impõem custos de acompanhamento e controlo muito elevados⁽⁸⁷⁾ e (iii) a maior propensão ao risco deste tipo de empresários, em particular os da primeira geração.

No mesmo sentido de Ang (1991), trabalhos como os de Chung (1993), Chittenden *et al.* (1996) e Vilabella e Silvosa (1997) acentuam a especificidade dos conflitos de interesses entre proprietários e credores, no contexto das PME's. Segundo estes autores, no caso das PME's existe uma maior probabilidade de ocorrerem comportamentos que conduzam à transferência de riqueza dos credores para os proprietários, em virtude das maiores assimetrias de informação entre as duas partes no caso destas empresas. Contrariando esta posição, Landström (1993), ao mesmo tempo que realça que no caso das PME's o empresário/administrador é motivado por um conjunto vasto e complexo de motivações que ultrapassam as de índole monetária, defende que os mecanismos de acompanhamento e controlo implementados pelos credores, com vista a evitarem os possíveis comportamentos oportunistas, não são linearmente transpostos para estas empresas. Nestas empresas existe, com frequência, uma relação de confiança entre as duas partes, sendo os seus contornos bastante informais. Neste mesmo sentido, Rocha (2001)

⁽⁸⁷⁾ Este incentivo é facilitado pelo facto de os custos de acompanhamento e controlo, embora elevados, serem repartidos com os credores, pois os títulos destas empresas, ao não estarem cotados no mercado de capitais e ao se transaccionarem, se for o caso, num mercado não eficiente, não permitem que aqueles custos lhes sejam imputados na íntegra.

defende um relacionamento estreito entre as PME's e a(s) instituição(ões) financeira(s) que habitualmente as financiam. Este relacionamento, para além de fortalecer as relações de confiança entre as duas partes, contribui para que os recursos que as instituições financeiras vão gastando ao longo do tempo, no acompanhamento destas empresas, gerem externalidades para outros grupos de interesses, contribuindo, assim, para que estes reduzam as suas actividades de controlo e, conseqüentemente, para a redução dos custos de agência.

2.6. Conclusão

As decisões relativas à estrutura do capital das empresas, embora não sendo o único mecanismo que pode ser utilizado para atenuar, ou mesmo eliminar, os conflitos de interesses que surgem, com frequência, nas empresas modernas — nomeadamente aqueles que resultam da separação entre a propriedade e a sua administração —, assumem um papel de relevo no alcance de tal objectivo. A modelização iniciada por Jensen e Meckling (1976), apesar de ter seguido caminhos diferentes, tem revelado que as decisões de estrutura do capital, que conduzem ao aumento do peso do endividamento, contribuem para amenizar os conflitos de interesses entre accionistas e administradores, que assumem especial importância nas empresas que geram um *free cash-flow* significativo. O endividamento, ao obrigar os administradores a satisfazerem o serviço da dívida, contribui para reduzir os recursos que podem ser investidos sub-optimamente ou desviados para o património particular dos administradores. Contudo, como argumenta Stulz (1990), o endividamento, quando excessivo, também apresenta inconvenientes, residindo o principal no facto de o pagamento do serviço da dívida poder comprometer a aceitação de projectos rendíveis. Este facto tem mesmo levado alguns autores a proporem a emissão de títulos híbridos,

como as obrigações convertíveis, ou, ainda, a implementação de planos de recompensa dos administradores, com vista a alinharem os seus interesses com os dos accionistas.

Mas, se por um lado, o recurso ao endividamento contribui para reduzir os conflitos de interesses, que eventualmente podem surgir entre administradores e accionistas, por outro, tende a agravar os conflitos de interesses entre estes últimos e os credores e, por consequência, os custos que daí resultam. Reconhecendo este facto, Jensen e Meckling (1976) defendem uma estrutura do capital óptima onde o somatório dos custos de agência, que resultam dos dois tipos de conflitos, é minimizado. Na senda do trabalho daqueles autores, a investigação que tem sido levada a cabo neste domínio, ao mesmo tempo que continua a defender a existência de uma estrutura do capital que minimiza os diversos custos de agência, tem evidenciado diferentes mecanismos, internos ou externos, que podem ser utilizados para a minimização daqueles custos. Entre estes destaque-se o recurso ao endividamento, a maturidade dos contratos de endividamento, a política de dividendos, o tipo de investidores e os planos de compensação dos administradores.

Adicionalmente, a investigação tem ainda evidenciado algumas das características da empresa que podem influenciar a importância dos diferentes custos de agência e, consequentemente, as decisões relativas à sua estrutura do capital. Entre essas características realce-se a sua capacidade de gerar *free cash-flow*, a percentagem do capital detido pelos seus administradores, a sua estrutura de propriedade e as suas oportunidades de crescimento.

Por fim, na última secção deste capítulo, a nossa atenção voltou-se para a importância dos custos de agência no contexto das PME's. Dessa análise pode-se concluir que os custos de agência, que resultam dos conflitos de interesses entre administradores e accionistas, assumem uma importância diminuta, ou mesmo nula, pois, normalmente, nestas empresas não existe separação entre a propriedade e a administração. Contudo, nas PME's com

vários proprietários, em que todos eles assumem a condução dos destinos da empresa, podem surgir conflitos de interesses entre eles, dando origem a uma nova categoria de custos de agência.

107

Os conflitos de interesses entre accionistas/proprrietários e credores, bem como os custos de agência que lhes estão associados, assumem especial relevância no caso das PME's, pois é nestas empresas onde existem maiores assimetrias de informação entre ambas as partes, relativamente ao valor da empresa. A este assunto dedicaremos especial atenção no próximo capítulo.

(Página deixada propositadamente em branco)

CAPÍTULO 3

ASSIMETRIAS DE INFORMAÇÃO E ESTRUTURA DO CAPITAL

3.1. Introdução

Em complemento a todo o trabalho analítico que se tem orientado no sentido de identificar os factores determinantes da estrutura óptima do capital, baseando-se no confronto entre os benefícios fiscais e os custos de insolvência financeira e de agência resultantes do financiamento pela dívida, o reconhecimento de que nos mercados existem assimetrias de informação entre os administradores (*insiders*) e os investidores em geral (*outsiders*) tornou possível alargar o campo de análise⁽⁸⁸⁾.

Esta linha de abordagem, ao acreditar que os administradores possuem mais e melhor informação do que a generalidade dos investidores actuais e futuros — no que se refere à situação presente da empresa e às suas perspectivas futuras —, ao mesmo tempo que demonstra que as decisões relativas à estrutura do capital constituem um importante instrumento de sinalização dos suplementos de informação que aqueles possuem, eviden-

⁽⁸⁸⁾ Os responsáveis pela condução dos destinos da empresa (administradores/dirigentes) são frequentemente designados na literatura económica e financeira por *insiders*, em termos de disponibilidade de informação, e os investidores em geral por *outsiders*. Assim, ao longo deste livro utilizamos com frequência aqueles termos para nos referirmos, quer aos actores que agem como agentes dos proprietários da empresa e são responsáveis pelas principais decisões tradicionalmente atribuídas à função financeira das empresas (investimento, financiamento e distribuição de dividendos), quer aos investidores em geral.

cia que a estrutura do capital de cada empresa reflecte o resultado das condicionantes impostas pela existência de assimetrias de informação. A fundamentação desta linha de abordagem articula-se à volta de dois eixos fundamentais, considerando-os em separado e/ou em simultâneo, a saber: (i) interacção entre as decisões de investimento e a escolha das fontes de financiamento e (ii) transmissão de informação ao mercado, consoante a natureza das fontes de financiamento a que se recorre.

Neste capítulo a nossa atenção volta-se para estas questões. Numa primeira fase são apresentados os modelos base onde se realça o papel das decisões relativas à escolha de fontes de financiamento, enquanto instrumento de sinalização da qualidade da empresa e dos seus projectos. Numa segunda, dá-se particular relevo aos estudos empíricos que têm procurado analisar a reacção do mercado face à emissão dos principais títulos representativos de diferentes fontes de financiamento, não esquecendo a importância do financiamento bancário, no contexto das PME's, bem como nas economias de mercados de capitais incipientes, de que é exemplo o português. Por fim, é apresentada a hipótese de uma hierarquia de preferências, aquando da escolha de fontes de financiamento (*pecking order hypothesis*), a sua fundamentação teórica e os trabalhos que a têm colocado em dúvida e/ou enriquecido, bem como aqueles que a têm procurado testar em diferentes contextos.

3.2. A estrutura do capital enquanto instrumento de sinalização da qualidade da empresa e dos seus projectos

Num mercado perfeito e eficiente relativamente à informação disponível, mas onde existem assimetrias de informação entre os diferentes intervenientes, os administradores das empresas de melhor qualidade são incentivados

a transmitirem ao mercado os suplementos de informação que possuem, pois assim contribuem para a redução dos custos de agência, a obtenção de financiamento em condições mais vantajosas, a valorização das suas empresas e o aumento da sua remuneração. Porém, dado que a transmissão da informação de uma forma directa implica custos, os administradores tendem a utilizar sinais para comunicarem aos investidores os suplementos de informação que possuem e, assim, provocarem alterações nas suas expectativas quanto à rendibilidade e ao risco da empresa⁽⁸⁹⁾.

No domínio das finanças empresariais, as decisões relativas à escolha da estrutura do capital e à política de dividendos constituem as variáveis de decisão que, com mais frequência, têm sido consideradas como instrumentos de sinalização. Por agora concentrar-nos-emos na primeira daquelas variáveis, deixando a segunda para o capítulo 7.

Ross (1977), partindo de um mercado de capitais perfeito e supondo que os agentes económicos são neutros face ao risco, apresenta um modelo pioneiro onde se demonstra que os administradores podem utilizar o nível de endividamento para sinalizarem aos investidores as suas expectativas quanto aos fluxos de rendimentos esperados e, assim, modificarem as expectativas destes últimos quanto à qualidade da empresa. O modelo admite, ainda, que o investimento é fixo e que as empresas apenas são avaliadas pelos seus fluxos de rendimentos esperados. São também classificadas em apenas dois tipos, A e B, tomando como critério o valor actual dos fluxos de rendimentos esperados, a e b , respectivamente, com $a > b$. Num contexto de assimetrias de informação, os investidores *ex ante* não conseguem dis-

⁽⁸⁹⁾ De acordo com Levasseur e Quintart (2000, p. 14), um sinal é uma mensagem emitida por um agente económico bem informado (como acontece com os dirigentes da empresa), com destino aos outros actores (de que são exemplo os accionistas e os credores), supostamente mal ou menos bem informados. Mas, para que o sinal utilizado seja credível e, assim, possua efeitos nos agentes a que se destina, deve satisfazer três condições fundamentais: (i) ser emitido *a priori* e verificada a sua veracidade *a posteriori*; (ii) possuir um custo associado e (iii) comportar incentivos e penalizações.

tinguir se uma determinada empresa é do tipo A ou B. Sabem apenas que existe uma proporção p de empresas do tipo A e $1-p$ do tipo B. Assim, a probabilidade de um investidor vir a adquirir títulos de uma empresa do tipo A será p e do tipo B, $1-p$.

Se nada for feito todas as empresas serão avaliadas pelo mercado da mesma forma, ou seja, a um valor médio ponderado⁽⁹⁰⁾. Para evitar esta situação os administradores das empresas do tipo A devem ser incentivados a comunicar ao mercado os suplementos de informação que possuem, ao mesmo tempo que os administradores das empresas do tipo B devem ser dissuadidos de fornecer informação falaciosa. Para cumprir este duplo objectivo, Ross propõe um mecanismo de sinalização que passa pelo nível de endividamento incluído na estrutura do capital, conjugado com um sistema de incentivos e penalizações facultados aos administradores: incentivo em caso de sucesso e penalização em caso de falência. Este sistema, M , que é do conhecimento dos investidores e pago no final do período, é descrito do seguinte modo:

$$M = (1+r)\gamma_0 V_0 + \gamma_1 \begin{cases} V_1 & \text{se } V_1 \geq D \\ V_1 - L & \text{se } V_1 < D \end{cases} \quad (3.1)$$

onde,

r é a taxa de juro isenta de risco que vigora no período;

V_0 e V_1 são os valores da empresa no início e no fim do período, respectivamente;

γ_0 e γ_1 representam os coeficientes de ponderação para fixar os níveis de incentivo ou recompensa dos administradores;

⁽⁹⁰⁾ Esta avaliação das empresas, por parte do mercado, tendo como referencial uma qualidade média, é penalizadora para aquelas que apresentam uma melhor qualidade, situação que as levará a sair do mercado, conduzindo a repetição deste processo ao desaparecimento do próprio mercado, como o sublinha Brandão (2001, p. 232).

D é o valor de reembolso do endividamento emitido no momento zero — variável de decisão utilizada no modelo pelos administradores para sinalizarem a qualidade da sua empresa;

L é a penalização suportada pelos administradores no final do período, em caso de incumprimento.

Para que o mecanismo de sinalização proposto seja eficaz e conduza a uma situação de equilíbrio, é necessário garantir que os administradores procurem maximizar M e que a mensagem por si transmitida seja clara para o mercado, o mesmo é dizer, sempre que $D > D^*$ o mercado perceba que a empresa é do tipo A e $D < D^*$ seja indicativo de que a empresa é do tipo B.

Designando por $M_A(D)$ e $M_B(D)$ a compensação dos administradores de uma empresa do tipo A e B, respectivamente, face aos níveis de endividamento que incluíram na estrutura do capital das suas empresas (D_A e D_B), tem-se:

$$M_A(D) = \begin{cases} (\gamma_0 + \gamma_1)a & \text{se } D^* < D_A \leq a \quad (\text{sinal verdadeiro}) \\ \gamma_0 b + \gamma_1 a & \text{se } D_A \leq D^* \quad (\text{sinal falso}) \end{cases} \quad (3.2)$$

$$M_B(D) = \begin{cases} (\gamma_0 + \gamma_1)b & \text{se } D_B \leq b < D^* \quad (\text{sinal verdadeiro}) \\ \text{ou} \\ \gamma_0 b + \gamma_1(b-L) & \text{se } b < D_B \leq D^* \quad (\text{sinal verdadeiro}) \\ \gamma_0 a + \gamma_1(b-L) & \text{se } D_B > D^* \quad (\text{sinal falso}) \end{cases} \quad (3.3)$$

onde, D^* representa o montante máximo de endividamento que uma empresa do tipo B pode suportar sem incorrer em insolvência financeira.

Dado que em (3.2) se verifica sempre a condição $(\gamma_0 + \gamma_1)a > \gamma_0 b + \gamma_1 a$, o administrador de uma empresa do tipo A possui sempre interesse em transmitir um sinal verdadeiro, o mesmo é dizer, em incluir um montante

de endividamento na estrutura do capital superior a D^* e inferior ou igual a a . No que se refere aos administradores das empresas do tipo B, o mecanismo de compensações e penalizações implementado deve incentivá-los a não imitarem os seus homólogos das empresas do tipo A. Para que tal aconteça a penalização L , em caso de falso sinal, deverá ser tal que verifique a seguinte condição:

$$\gamma_0 a + \gamma_1 (b - L) < (\gamma_0 + \gamma_1) b \Leftrightarrow \gamma_0 (a - b) < \gamma_1 L \quad (3.4)$$

como é evidenciado por esta condição, para se assegurar a fiabilidade do sinal, a escolha de L deve garantir que o ganho retirado pelos administradores de um falso sinal, $\gamma_0 (a - b)$, será inferior à penalização em que incorrem, ponderada por γ_1 .

Ao generalizar esta análise para um número contínuo de tipos de empresas, Ross defende que quanto maior é a qualidade da empresa (ou seja, quanto maior é a) maior é a propensão dos seus administradores para recorrerem ao endividamento. Por outro lado, os administradores das empresas de muito baixa qualidade, que nada têm a sinalizar, possuem muito baixo incentivo para recorrerem ao endividamento porque, se o fizessem, tentando enganar o mercado, como estas empresas são as que possuem maiores custos marginais de falência para qualquer nível de dívida dado, seriam os que mais se afastariam da sua função objectivo⁽⁹¹⁾.

Como sublinham Levasseur e Quintart (2000), o modelo de Ross comporta uma implicação importante: a perda de flexibilidade e o crescimento do valor da empresa caminham de mãos dadas, pois o risco de insolvência financeira, isto é, a possibilidade de uma dada empresa obter um fluxo

⁽⁹¹⁾ Na linha de Ross (1977), os modelos de Heinkel (1982) e Poitevin (1989), supondo, igualmente, um cenário em que o investimento é fixo, também defendem que a emissão de dívida representa um sinal positivo para os mercados financeiros.

de rendimentos inferior a D , ao qual está associada uma penalização L , cresce com o nível de endividamento e, principalmente, com a qualidade da empresa.

115

Seguindo uma abordagem que explora a aversão ao risco por parte dos accionistas existentes (ou de alguém que os represente), quando têm de decidir entre aceitar ou não um novo projecto de investimento, Leland e Pyle (1977) desenvolveram um modelo onde também se põe em evidência que o recurso ao endividamento transmite um sinal positivo aos investidores externos acerca da qualidade do projecto. No seu modelo, onde se admite que a empresa procura capitais para financiar um novo projecto, o empreendedor, conhecedor dos resultados esperados da oportunidade de investimento, estabelece o montante de capitais próprios que está disposto a comprometer com o mesmo e o nível de endividamento nominal que vai contrair, por forma a maximizar a sua riqueza esperada. Os investidores externos, como não conhecem a fiabilidade do projecto para estabelecerem a sua valorização e investirem no mesmo, irão basear-se na fracção comprometida pelo empreendedor no projecto, estando dispostos a investir tanto mais quanto maior for aquela fracção. Enquanto que, por um lado, fracções elevadas comprometidas pelo empreendedor no projecto reduzem o seu bem-estar, em virtude da sua aversão ao risco (sendo, no entanto, este mal-estar atenuado se o projecto for de elevada qualidade), por outro, sinalizam ao mercado a qualidade do projecto e maior será a parte que os investidores externos (credores) estarão dispostos a arriscar no mesmo. Este facto leva os autores a defender que o rácio de endividamento da empresa aumenta com a fracção comprometida pelo empreendedor nos seus projectos.

Keasey e Waston (1996), inspirando-se no modelo de Leland e Pyle (1977) e tendo em conta o difícil acesso das PME's ao mercado de capitais — em virtude das fortes assimetrias de informação de que são vítimas, dada a inexistência de uma avaliação destas por parte do mercado —, desenvolve-

ram um modelo destinado a determinar qual a fracção de capital próprio a afectar à (ao) empresa (projecto), por forma a sinalizar a qualidade da(o) mesma(o).

O modelo proposto inspirou-se na teoria das opções e teve em conta o facto de que nestas empresas o empresário procura aumentar a sua remuneração através da transferência de riqueza da empresa para o seu património particular⁽⁹²⁾. Os credores, no momento da negociação do crédito, embora tenham consciência deste possível comportamento por parte do empresário, muito pouco podem fazer para o evitar. Porém, conhecem o montante de capitais próprios no momento da negociação dos contratos de crédito e possuem uma estimativa dos comportamentos desviantes do empresário — formulada com base na sua reputação —, bem como dos resultados esperados da (o) empresa (projecto). Tendo em conta estes parâmetros, os credores procuram assegurar a sua posição, seja através de cláusulas restritivas incluídas nos contratos, seja pela via de garantias reais. Neste contexto, as perdas de insolvência são transferidas para o empresário. Assim, o montante de capitais próprios no início do período sinaliza ao mercado o comprometimento do empresário para com a (o) empresa (projecto). Em face desta situação, os autores defendem que as PME's podem solucionar os problemas de sub-investimento advindos, quer das assimetrias de informação a que estão expostas, quer dos elevados custos de agência que enfrentam, através de uma política de financiamento adequada. Esta passa,

⁽⁹²⁾ O modelo admite que o valor da empresa no momento t (V_t) é dado pela seguinte expressão:

$$V_t = V_{t-1} + P_t - W_t$$

onde, V_{t-1} representa o valor da empresa no momento $t-1$, P_t o montante dos resultados gerados e retidos pela empresa no período t e W_t o montante da riqueza da empresa expropriada no período t pelo empresário. Este montante possui um limite máximo que é dado por: $Max(W_t) = E_{t-1} + P_t + L_{t-1}$, em que E_{t-1} e L_{t-1} , representam, respectivamente, o montante dos capitais próprios e do financiamento alheio no início do período t .

à semelhança da solução apontada pelo modelo de Leland e Pyle (1977), pela fracção dos capitais próprios afectos à (ao) empresa (projecto). Fracções elevadas, apesar de reduzirem, num primeiro momento, o bem-estar do empresário dada a sua aversão ao risco, sinalizam ao mercado a elevada qualidade da (o) empresa (projecto), contribuindo deste modo para que os credores também invistam e, assim, atenuem o seu mal-estar inicial.

3.3. Reacção do mercado face ao anúncio de emissão de fontes de financiamento

Se, por um lado, como se discutiu nos capítulos anteriores, a escolha entre diferentes fontes de financiamento poderá ser motivada por razões de gestão da empresa, por outro, estas decisões não poderão deixar de levar em conta o impacto que possuem nos mercados financeiros. Nesta secção a nossa atenção volta-se para este último aspecto, nomeadamente para o efeito nos mercados financeiros das decisões relativas à emissão de fracções de capital e/ou de títulos da dívida. Procurar-se-á apresentar uma revisão da literatura que tem tentado explicar a reacção dos mercados face às alterações da estrutura do capital da empresa, bem como realçar as principais conclusões dos estudos empíricos levados a cabo no contexto de diferentes mercados (americano, japonês, inglês e francês).

3.3.1. Principais linhas de argumentação

Uma revisão dos principais trabalhos que se têm voltado para a compreensão da reacção dos mercados financeiros face às alterações da estrutura do capital revela as seguintes tendências: por um lado, um impacto negativo dos anúncios da emissão de capital próprio (acções) sobre o valor da empresa e, por outro, uma reacção menos negativa — não raras as vezes

positiva — face à emissão de títulos da dívida⁽⁹³⁾. Porém, a par destas tendências, que têm sido evidenciadas pela maioria dos estudos empíricos, alguns trabalhos sustentam que o mercado acolhe favoravelmente a emissão de capital próprio, nomeadamente quando a empresa sinaliza convenientemente a validade dos projectos que pretende financiar, bem como a qualidade da sua gestão.

Para explicar o comportamento do mercado, face às decisões de emitir títulos da dívida ou fracções do capital, têm sido evocados, com maior frequência, três motivos fundamentais: (i) a racionalidade dos investidores; (ii) o efeito preço e (iii) a tese de expropriação da riqueza dos accionistas.

3.3.1.1. Racionalidade dos investidores

Como é evidenciado pelos modelos baseados no efeito sinalizador das alterações da estrutura do capital e nos que se apoiam nos efeitos das assimetrias de informação, os administradores, ao efectuarem as suas escolhas, tendem a proteger os accionistas que representam (accionistas existentes), admitindo que estes são passivos. Os investidores, ao terem consciência deste comportamento, face ao anúncio de emissão de acções, procedem a uma reavaliação dos títulos, na medida em que sabem que os administradores apenas recorrem a esta operação quando a empresa se encontra sobreavaliada. Assim, é suposto os anúncios da emissão de acções serem

⁽⁹³⁾ Salve-se deste agrupamento dos principais trabalhos revistos aqueles que se posicionam em defesa da ausência de reacção por parte do mercado, face à emissão de títulos. Entre estes, é devida uma referência aos estudos desenvolvidos sobre as hipóteses de mercados de capitais perfeitos, onde as emissões se realizam sem custos e num contexto de simetrias de informação entre os diferentes agentes (ex. Modigliani e Miller, 1958 e Miller, 1977). Neste mercado hipotético, como se evidenciou no capítulo 1, a estrutura do capital é neutra no que se refere ao valor da empresa; logo, a distinção entre os títulos representativos do capital próprio e da dívida não é pertinente. Do mesmo modo, do modelo de Myers e Majluf (1984) resulta, como se verá na secção 3.5 deste capítulo, que o mercado é neutro face à emissão de títulos da dívida garantida, na ausência de assimetrias de informação face ao seu risco.

acompanhados de uma descida da sua cotação, descida esta que será tanto maior quanto maiores forem as assimetrias de informação, como é evidenciado em trabalhos como os de Myers e Majluf (1984), Krasker (1986) e Korajczyk *et al.* (1992). Em face desta situação, o financiamento pela dívida é preferível a uma emissão de capital próprio.

Myers e Majluf (1984) sustentam que a queda da cotação das acções, mais pronunciada do que a queda da cotação dos títulos da dívida, é explicada pelo comportamento racional dos investidores⁽⁹⁴⁾. O seu modelo, onde se defende a hipótese de uma hierarquia de preferências aquando da escolha de fontes de financiamento, baseia-se naquele comportamento e, conseqüentemente, nas diferentes reacções do mercado face à emissão de diferentes categorias de títulos⁽⁹⁵⁾. Segundo aqueles autores, a emissão de capital próprio, ao ser fortemente penalizada pelo mercado, apenas tem lugar quando o endividamento apresenta um risco muito elevado e, por consequência, o seu custo não é suportável pela empresa. Porém, McConnell e Muscarella (1985) e, mais recentemente, Cooney e Kalay (1993) e Marsden (1996), colocaram em causa esta conclusão⁽⁹⁶⁾. Segundo estes autores, sempre que o mercado antecipa a existência de um novo projecto cujo VAL é positivo, o anúncio da emissão de capital próprio para o financiar poderá ser acompanhado de uma subida da cotação das acções. Neste mesmo sentido, Viswanath (1993) defende que a reacção do mercado depende das assimetrias de informação nos períodos corrente e futuros⁽⁹⁷⁾. Dado que o VAL do(s) projecto(s) realizado(s) no presente reduz(em) a amplitude da variação da cotação das acções face ao anúncio de uma nova emissão, o

⁽⁹⁴⁾ Para um desenvolvimento do modelo de Myers e Majluf (1984), vide a subsecção 3.5.1 deste capítulo.

⁽⁹⁵⁾ Esta hipótese, acompanhada pela sua sustentação, será apresentada mais tarde.

⁽⁹⁶⁾ No desenvolvimento do seu raciocínio os autores consideram uma situação em que a empresa procura fontes de financiamento para financiar projectos cujo VAL pode ser positivo ou negativo.

⁽⁹⁷⁾ O desenvolvimento destes modelos, dada a sua importância, será efectuado na subsecção 3.5.2 deste capítulo.

autor conclui que a reacção do mercado, perante o anúncio de uma nova emissão de acções, será negativa unicamente se as assimetrias de informação esperadas no futuro forem muito fortes, contrariamente às correntes, ou se o projecto a financiar for pouco rendível.

Explorando contextos diferentes, trabalhos como os de Brennan e Kraus (1987), Bradford (1987) e John e Williams (1985), ao colocarem ênfase nos mecanismos que podem ser utilizados pela empresa para sinalizar ao mercado a sua situação real, fornecem apoio a um efeito positivo na cotação das acções, face ao anúncio da sua emissão. Brennan e Kraus (1987) desenvolveram um modelo em que a emissão de novas acções é considerada conjuntamente com a emissão de dívida com risco, para assim sinalizarem a qualidade da empresa⁽⁹⁸⁾. Bradford (1987) considera a possibilidade de os administradores ou de os accionistas existentes, melhor informados, procederem à compra de acções, em caso de subavaliação, ou à sua colocação no mercado, em caso de sobreavaliação. De acordo com o seu modelo, dado que estas transacções podem passar à margem de alguns dos investidores, aquele comportamento evita que o mercado penalize os títulos da empresa, face ao anúncio de emissão de novas acções. John e Williams (1985) desenvolveram um modelo onde a sinalização das perspectivas da empresa, acerca dos seus resultados presentes e futuros, é levada a cabo pela via da política de dividendos seguida⁽⁹⁹⁾. No contexto do seu modelo é conseguido um equilíbrio de sinalização pela conjugação da política de dividendos e do anúncio da emissão de títulos.

Como nota final, importa aqui sublinhar que o pressuposto da racionalidade económica dos agentes, em que a grande maioria dos modelos se baseiam para explicarem o comportamento das cotações dos títulos nos

⁽⁹⁸⁾ Recorde-se que a emissão de dívida com risco é considerada pelo mercado, à luz dos modelos de sinalização, como um sinal positivo acerca da qualidade da empresa. Vide, por exemplo, o modelo de Ross (1977).

⁽⁹⁹⁾ A apresentação deste modelo será efectuada na secção 7.2 do capítulo 7.

mercados financeiros, tem merecido críticas por parte dos autores da escola designada por «*behavioral finance*». De acordo com esta escola os agentes, ao actuarem nos mercados financeiros, não esquecem a sua condição humana, marcada por crenças, costumes, preconceitos e inúmeras outras razões de ordem psicológica, sendo assim susceptíveis de cometerem erros cognitivos aquando da tomada das suas decisões financeiras. Para uma síntese da argumentação que tem sido produzida por esta escola, no que se refere ao comportamento dos agentes, poderá consultar-se, entre nós, o estudo recente de Fernandes e Martins (2002), bem como a sua aplicação empírica levada a cabo no contexto português.

3.3.1.2. Efeito preço

Em complemento aos argumentos apresentados, que se prendem com a racionalidade dos investidores, Hess e Bhagat (1986), Kalay e Shimrat (1987), Loderer *et al.* (1991), entre outros, recorrem aos princípios macroeconómicos de efeito preço e de elasticidade da procura para explicarem a reacção negativa do mercado face à emissão de novas acções. Segundo a teoria económica, sempre que a oferta de um bem aumenta, o equilíbrio de mercado estabelece-se pela via da baixa dos preços. Essa descida será tanto maior quanto menor for a possibilidade de substituição do bem, ou seja, a rigidez da procura. Assim, segundo os autores acima referidos, sempre que uma empresa recorre à emissão de acções aumenta a oferta destes títulos específicos, o que conduz a uma queda da sua cotação tanto maior quanto menor for a elasticidade da procura desses títulos face à sua cotação.

3.3.1.3. Tese de expropriação da riqueza dos accionistas

Como se evidenciou no capítulo anterior, no quadro da teoria de agência, o recurso à emissão de capital próprio — por parte das empresas com pouco

endividamento, rendíveis e com poucas oportunidades de crescimento —, acresce a quantidade de fundos que podem ter uma utilização discricionária por parte dos seus administradores e, conseqüentemente, aumenta os custos de agência do capital próprio, os quais contribuem para a redução do valor da empresa. Assim, dado que os investidores incorporam o acréscimo destes custos na sua avaliação dos títulos, estas empresas tendem a ser penalizadas pelo mercado aquando do anúncio da emissão de novas acções⁽¹⁰⁰⁾.

A emissão de capital próprio por parte daquelas empresas, como sublinha Ly (1998), conduz a uma transferência de riqueza dos accionistas para os credores, pois a queda da cotação das acções, face ao anúncio da sua emissão, deverá ser acompanhada de um aumento equivalente do valor da dívida, à luz da hipótese da conservação do valor.

3.3.2. Evidência empírica

Baseando-se, fundamentalmente, na metodologia de estudo de eventos, os trabalhos que se têm preocupado com a quantificação do efeito do anúncio da emissão de títulos sobre a sua cotação de mercado têm revelado que o sentido e a importância do efeito dependem da natureza da operação. Na Tabela 3.1 apresenta-se uma síntese de alguns desses estudos, levados a cabo no contexto dos mercados financeiros americano, japonês, inglês e francês. Importa notar que muitos outros trabalhos, que se ocupam do mesmo tema, poderiam aqui ser referidos. Porém, as suas principais conclusões situam-se na linha dos que se apresentam, constituindo estes, a nosso ver, uma amostra representativa.

⁽¹⁰⁰⁾ Contrariamente, no quadro da mesma teoria, as empresas rendíveis e com importantes oportunidades de crescimento podem emitir capital próprio sem que sejam sancionadas pelo mercado, pois não se deparam com os custos de agência do capital próprio, ou estes custos, a existirem, são significativamente menores para estas empresas.

Tab. 3.1 – Resumo dos resultados dos estudos empíricos relativos à reacção do mercado face ao anúncio da emissão de títulos

Autores	País	Títulos	Reacção do mercado	Descrição sumária dos resultados do estudo
Dann e Mikkelsen (1984)	EUA	Obrigações clássicas e convertíveis	Negativa	O mercado reage negativamente face ao anúncio da emissão de obrigações convertíveis e clássicas. Associadas à emissão destes títulos, os autores obtiveram taxas de rentabilidade anormais médias de -2,3% e -0,4%, respectivamente.
Asquith e Mullins (1986)	EUA	Acções clássicas	Negativa	Encontram uma rentabilidade anormal negativa de -3% nos dois dias à volta da data do anúncio de uma emissão de acções, para as empresas industriais, e de -0,9%, para as empresas do sector dos serviços.
Masulis e Korwar (1986)	EUA	Acções clássicas	Negativa	Encontram uma rentabilidade anormal negativa de -3,25% nos dois dias à volta da data do anúncio de uma emissão de acções, para as empresas industriais, e de -0,68%, para as empresas do sector dos serviços.
Mikkelsen e Partch (1986)	EUA	Acções clássicas e obrigações convertíveis	Negativa em ambos os casos	Encontram uma rentabilidade anormal positiva nos dois dias à volta da data do anúncio da emissão de acções em 19% das empresas da amostra, explicada pelo «barulho» da operação, que depois vem a tornar-se negativa.
Hess e Bhagat (1986)	EUA	Acções clássicas	Negativa	A cotação dos títulos, em média, baixa significativamente à volta da data do anúncio. Este movimento, segundo os autores, encontra explicação no efeito preço e na transferência de riqueza.
Smith (1986)	EUA	Acções clássicas	Negativa	Investigação levada a cabo com base nos dados de Asquith e Mullins (1986) e Masulis e Korwar (1986), para as empresas não financeiras. Encontra uma rentabilidade anormal negativa de -3,14% nos dois dias à volta da data do anúncio de uma emissão de acções, para as empresas industriais, contra -0,75%, para as empresas do sector dos serviços.

Tab. 3.1 (Cont.) – Resumo dos resultados dos estudos empíricos relativos à reacção do mercado face ao anúncio da emissão de títulos

Autores	País	Títulos	Reacção do mercado	Descrição sumária dos resultados do estudo
Kalay e Shimrat (1987)	EUA	Acções clássicas	Negativa	A cotação dos títulos, em média, baixa significativamente à volta da data do anúncio. Este movimento, segundo os autores, encontra explicação no efeito preço e na transferência de riqueza.
Hansen (1988)	EUA	Acções com direitos de subscrição ⁽¹⁾	Negativa	Encontra uma reacção negativa na data do anúncio, tanto para empresas industriais como de serviços.
Wruck (1989)	EUA	Emissões privadas de acções ⁽²⁾	Positiva	Durante o período compreendido entre 1979 e 1985, encontra uma rendibilidade anormal positiva (4,41%), face à emissão de acções privadas. Esta reacção do mercado, face ao anúncio de emissão desta categoria de títulos, opõe-se àquela que tem sido obtida em estudos como os de Asquith e Mullins (1986), Masulis e Korwar (1986) e Mikkelsen e Partch (1986), face a uma emissão pública de acções, onde é obtida uma rendibilidade anormal negativa (-3%, em média). A reacção positiva do mercado a este tipo de emissões encontra explicação no facto de permitirem a concentração da propriedade, o que, além de alinhar os interesses dos administradores e dos seus accionistas, reduz os custos de controlo da actividade dos primeiros.
Loderer <i>et al.</i> (1991)	EUA	Acções clássicas	Negativa	A cotação dos títulos, em média, baixa significativamente à volta da data do anúncio. Movimento que, segundo os autores, encontra explicação no efeito preço e na transferência de riqueza.

(1) Emissões objecto de poucos estudos empíricos, dada a sua raridade no contexto americano.

(2) Ao contrário das emissões públicas, uma emissão privada de fundos próprios ocorre quando a entidade emitente cede a um grupo restrito de investidores um bloco dos seus títulos.

Tab. 3.1 (Cont.) – Resumo dos resultados dos estudos empíricos relativos à reacção do mercado face ao anúncio da emissão de títulos

Autores	País	Títulos	Reacção do mercado	Descrição sumária dos resultados do estudo
Kato e Schallheim (1992)	Japão	Acções clássicas	Positiva/Negativa	Encontram um efeito de anúncio positivo médio de 2,14% nas 113 emissões de acções estudadas, ocorridas durante os anos 80, contrariamente ao efeito negativo de -2,76%, encontrado na década anterior, para 63 emissões estudadas. Segundo os autores, esta diferença de reacção do mercado explica-se pela diferença das perspectivas de crescimento (medidas pelo rácio valor contabilístico dos capitais próprios/valor de mercado) das empresas japonesas, que, em termos médios, passam de 5,87% para 2,72% entre as duas décadas em estudo.
Eckbo e Masulis (1992)	EUA	Acções com direitos de subscrição (1)	Negativa	Encontram uma reacção negativa à volta da data do anúncio, tanto para empresas industriais como de serviços.
Hertzell e Smith (1993)	EUA	Emissões privadas de acções (2)	Positiva	Os autores explicam a reacção positiva do mercado, face ao anúncio de uma emissão privada de acções, pelo facto de esta possibilitar uma transmissão de informação mais vantajosa para a sociedade emitente, fundamentalmente quando os seus activos se encontram subavaliados. Pois, ainda segundo os autores, a operação sinaliza ao mercado uma informação positiva na medida em que lhe transmite uma real perspectiva de crescimento da empresa.
Denis (1994)	EUA	Acções clássicas	Negativa/Positiva	De acordo com Kato e Schallheim (1992), encontra evidência que sustenta um efeito negativo na cotação das acções, face ao anúncio da sua emissão, para as empresas com fracas perspectivas de crescimento e, positivo, no caso contrário.

(1) Emissões objecto de poucos estudos empíricos, dada a sua raridade no contexto americano.

(2) Ao contrário das emissões públicas, uma emissão privada de fundos próprios ocorre quando a entidade emitente cede a um grupo restrito de investidores um bloco dos seus títulos.

Tab. 3.1 (Cont.) – Resumo dos resultados dos estudos empíricos relativos à reacção do mercado face ao anúncio da emissão de títulos

Autores	País	Títulos	Reacção do mercado	Descrição sumária dos resultados do estudo
Hachette (1994)	França	Acções clássicas	Nula/Positiva	As rendibilidades anormais são calculadas durante um período de 5 dias antes e depois do anúncio da emissão, ou seja, é considerada uma janela [-5, +5]. Os resultados obtidos foram os seguintes: numa amostra constituída por 43 emissões de obrigações clássicas; a cotação reagiu no sentido da baixa, mas de uma forma não significativa; contrariamente, em 11 emissões de obrigações reembolsáveis de acordo com a vontade da entidade emitente, a cotação reagiu favoravelmente no dia seguinte à data da publicação no BALO (Boletim de Anúncios Legais Obrigatórios).
		Obrigações clássicas e convertíveis	Nula/Negativa	Constata, ainda, a partir de uma amostra de 73 emissões de obrigações convertíveis, que as rendibilidades anormais acumuladas baixam 0,56%, valor estatisticamente significativo, no dia seguinte à data da publicação no BALO. Este resultado negativo vai ao encontro do obtido por Dann e Mikkelsen (1984), no contexto americano. Encontra uma ausência de reacção face ao anúncio de 238 emissões de acções, seguida de uma reacção positiva e significativa de 1,68% e 2,69%, no terceiro e quarto dias a seguir ao anúncio, respectivamente.
Gajewski e Ginglinger (1996)	França	Acções com direito de subscrição ⁽¹⁾	Nula/Negativa	Estudam as emissões de acções, com e sem direitos de subscrição, levadas a cabo no mercado francês, durante o período compreendido entre 1986 e 1993. Os seus testes são realizados tendo em conta três datas: (i) reunião do conselho de administração; (ii) atribuição do visto por parte da COB (Comissão das Operações de Bolsa) e (iii) publicação no BALO. A reacção da cotação a uma emissão de acções com direitos de subscrição não é significativa face a qualquer uma daquelas datas. Porém, ela revela-se negativa e de forma significativa 5 dias após a publicação no BALO, momento que corresponde, em média, à data efectiva da emissão. No que se refere à emissão de acções clássicas, a cotação regista uma quebra significativa (-0,82%) na data da publicação no BALO. A existência de uma garantia bancária (tomada firme por parte de um banco) atenua esta perda de riqueza dos accionistas existentes. Os autores explicam estes resultados pela existência de custos de transacção e concluem que a ausência de direitos de subscrição é uma má notícia para os accionistas existentes.
		Acções clássicas	Negativa	

⁽¹⁾ Emissões objecto de poucos estudos empíricos, dada a sua raridade no contexto americano.

Tab. 3.1 (Cont.) – Resumo dos resultados dos estudos empíricos relativos à reacção do mercado face ao anúncio da emissão de títulos

Autores	País	Títulos	Reacção do mercado	Descrição sumária dos resultados do estudo
Jung <i>et al.</i> (1996)	EUA	Acções clássicas	Negativa	Tendo por base 192 emissões, realizadas durante o período compreendido entre 1977 e 1984, concluem que as empresas recorrem à emissão de acções sempre que antecipam uma queda da sua performance nos anos que se seguem. Segundo os autores, as empresas procuram, assim, beneficiar de uma provável sobreavaliação dos seus títulos. Adicionalmente, constatam que sempre que o VAL dos projectos que procuram financiar aumenta, a probabilidade de virem a recorrer à emissão de capital próprio aumenta também.
Loughran e Ritter (1997)	EUA	Entrada das empresas em bolsa e emissão de acções clássicas	Negativa	Estes autores realizam um estudo comparativo das entradas em bolsa e dos aumentos de capital realizados posteriormente, durante um período de 10 anos, para explicarem a fraca rendibilidade obtida pelos investidores nas empresas que emitiram fundos próprios durante o período do estudo. Constatam que um investidor, para obter o mesmo rendimento, no final de um período de 5 anos, devia colocar mais 44% de capital nas empresas que emitiram acções durante o período, do que naquelas empresas similares que não efectuaram novas emissões.
Burton <i>et al.</i> (2000)	RU	Acções clássicas	Negativa	Utilizam uma amostra de 116 anúncios de emissão, ocorridos durante o período compreendido entre 1989-1991. Constatam que a rendibilidade média dos títulos das empresas, que procederam ao anúncio de novas emissões de acções, diminuiu 2,89% nos dois dias após o anúncio. Em seguida, analisam o papel das oportunidades de crescimento das empresas com o intuito de averiguarem se estas afectaram a reacção do mercado. Concluem que, embora a inclusão desta variável não afecte o sentido do ajuste (quando considerada a totalidade das empresas), a divisão da amostra permite evidenciar que o sentido da reacção do mercado é conduzido por um subconjunto de empresas relativamente às quais aquela reacção é, especialmente, desfavorável.

Da análise dos principais resultados a que a investigação empírica tem vindo a ser conduzida, sintetizados, por ordem cronológica, na Tabela 3.1, resultam as seguintes tendências:

1. O anúncio da emissão de novas acções, quando comparado com o anúncio da emissão de outros títulos, é aquele que provoca um maior efeito na cotação de mercado dos títulos.
2. O anúncio da emissão de acções é acompanhado de uma queda da sua cotação, salvo quando provém de empresas que possuem fortes oportunidades de crescimento ou se encontra associado a mecanismos que sinalizam ao mercado a qualidade da entidade emitente.
3. Ao contrário das emissões públicas, a colocação privada de acções é, geralmente, acompanhada de uma subida da cotação dos títulos.
4. Não se registam rendibilidades anormais, estatisticamente significativas, associadas à emissão de obrigações.
5. As emissões de obrigações convertíveis são mais penalizadas pelo mercado do que as emissões de obrigações clássicas.

3.4. Endividamento bancário *versus* emissão de dívida directa

Num contexto marcado por assimetrias de informação, a literatura existente tem-se interrogado sobre o papel do financiamento bancário *versus* emissão de dívida directa, na estrutura de financiamento das empresas.

De acordo com trabalhos como os de Diamond (1984 e 1991), Chevallier-Farat (1992) e Bhattacharya e Thakor (1993), os intermediários financeiros, em geral, e os bancos, em particular, beneficiam de economias de escala na recolha e tratamento da informação e são mais eficazes na avaliação, acompanhamento e controlo dos devedores, relativamente aos credores directos. Paralelamente, como sublinham Guigou e Vilanova (1999), os bancos gozam de uma superioridade, relativamente a outros financiadores, no que se refere

à recolha e tratamento da informação. Esta superioridade advém da relação estabelecida com as empresas que financiam, desenvolvida e consolidada por três factores essenciais: geográficos, temporais e multiserviços/produtos. A multiplicidade dos produtos e serviços oferecidos, ao mesmo tempo que permite aos bancos gerar economias de escala na recolha e tratamento da informação relativa aos seus clientes, permite-lhes, através do cruzamento das diversas fontes de informação de que se podem socorrer, uma melhor informação quantitativa e qualitativa. Por outro lado, as informações recolhidas aquando de um contrato de crédito podem ser reutilizadas, depois de devidamente actualizadas, na análise de financiamentos futuros⁽¹⁰¹⁾. Por fim, a proximidade geográfica, além de reforçar as relações entre o banco e a empresa, permite ao primeiro conhecer melhor o contexto em que se insere a segunda.

De acordo com os argumentos apresentados, o financiamento bancário reveste-se de especial importância, nomeadamente para as pequenas e médias empresas, quando se colocam intensos problemas de assimetrias de informação, como é realçado por Berger e Udell (1995). Porém, eles são insuficientes para explicarem a estrutura do endividamento⁽¹⁰²⁾ das empresas em geral, o mesmo é dizer, são insuficientes para se compreender porque determinadas empresas optam pelo endividamento bancário, enquanto outras se endividam directamente via mercado, bem como para explicarem a coexistência dos dois tipos de endividamento em algumas empresas.

Como é reconhecido por grande parte da investigação teórica e empírica recente, compreender a preferência das empresas, nomeadamente das de grande dimensão, em termos de endividamento, passa por evidenciar

⁽¹⁰¹⁾ Como sugerem Mayer (1988) e Hellwig (1991), a economia de custos na recolha e tratamento da informação relativa aos seus clientes habituais, embora crie assimetrias de informação entre os diferentes financiadores, permite à empresa obter um financiamento regular dos seus projectos. A confirmar estes argumentos, estudos empíricos, como os de Petersen e Rajan (1994) e Harhoff e Körting (1998), fornecem apoio ao impacto positivo das relações a longo prazo entre o banco e a empresa, na disponibilidade de crédito desta última.

⁽¹⁰²⁾ Entendida como a proporção do endividamento bancário no total do endividamento.

os factores que diferenciam a dívida bancária da dívida directa. A grande maioria dos trabalhos neste domínio apresentam-nos um raciocínio num quadro simplificado, ao evidenciarem apenas um factor de diferenciação, ou um número muito reduzido. Entre os factores de diferenciação mais frequentemente apontados, são de destacar os custos de emissão, a qualidade dos projectos a financiar, a renegociabilidade dos contratos, a reputação do devedor e as perspectivas de rendimentos futuros.

Os custos fixos de emissão da dívida directa, claramente superiores aos de um empréstimo privado (ex. bancário), levam Detragiache (1994) a afirmar que as pequenas empresas devem utilizar, exclusivamente, o segundo tipo de dívida. O recurso ao endividamento por subscrição pública apenas é justificado quando o montante em causa é suficientemente grande para fazer diluir aqueles custos. Por outro lado, como defendem Myers e Rajan (1998), as taxas de juro suportadas num contrato de endividamento de subscrição pública são, normalmente, inferiores às praticadas pelos bancos, dada a maior liquidez dos títulos do primeiro contrato. Assim, para montantes de endividamento significativos, os custos de emissão mais elevados da dívida directa são compensados pelo menor custo de cada unidade de capital utilizada (menor taxa de juro), acontecendo naturalmente o contrário quando os montantes envolvidos são de pequena monta. Estes argumentos dão corpo aos resultados empíricos de Easterwood e Kadapakkam (1991) e Carey *et al.* (1993), onde se constata que o endividamento por subscrição pública é, fundamentalmente, utilizado por empresas com fortes volumes de endividamento.

Yosha (1995) e Berlin e Butler (1996) exploram a informação transmitida aos concorrentes acerca da qualidade dos projectos que a empresa pretende financiar. Apesar de ambos os trabalhos partirem da ideia de que o recurso ao endividamento bancário transmite uma menor informação aos concorrentes da empresa, o primeiro defende que a confidencialidade se traduz num benefício para aquela, e o segundo olha-a como uma fonte de custos.

Segundo Yosha (1995), a emissão de dívida sujeita à subscrição pública, quando comparada com um empréstimo bancário, além de implicar maiores custos fixos de emissão, aumenta o risco de uma reacção indesejável por parte da concorrência, dada a sua maior visibilidade. Mas, o recurso ao endividamento não elimina, por si só, uma reacção por parte dos concorrentes. Estes, ao observarem o comportamento da empresa, interpretam o anúncio da emissão de um empréstimo bancário como um sinal da informação que a mesma tenta esconder acerca da qualidade do seu projecto a financiar. Este sinal é, em parte, mascarado pelos maiores custos fixos de emissão da dívida directa. Assim, numa situação de equilíbrio, as empresas que detêm projectos de elevada qualidade optam pelo endividamento bancário e aquelas que pretendem financiar projectos de menor qualidade, optam pela emissão de dívida directa⁽¹⁰³⁾. Para estas é preferível suportar custos fixos de emissão mais elevados — e, assim, sinalizar a qualidade dos seus projectos —, com o propósito de limitar os custos associados a uma reacção do mercado, pois esta, a acontecer, pode levar a que o VAL do projecto a financiar se torne negativo.

Berlin e Butler (1996), desenvolveram um modelo de concorrência entre duas empresas endividadas, onde se mostra que cada uma delas possui vantagens, no futuro, em comunicar *ex ante* os seus custos de produção e se considera a confidencialidade como um custo do financiamento bancário. Segundos os autores, sempre que a empresa antecipa uma redução dos seus custos de produção, motivada por um novo projecto, é incentivada a recorrer ao endividamento directo, para assim comunicar ao mercado a informação que possui e dissuadir a concorrência. Por outro lado, o endividamento bancário também apresenta benefícios: evita ou limita a tentação da empresa de adoptar estratégias de produção muito arriscadas pela via das cláusulas incluídas nos contratos, com vista a permitir aos bancos o

⁽¹⁰³⁾ Esta hipótese foi refutada quando testada por Johnson (1997).

acompanhamento e controlo da empresa. A escolha entre o endividamento directo e o bancário depende, segundo os autores, de um confronto entre os benefícios associados ao controlo e os custos que a confidencialidade de um empréstimo bancário implica.

A facilidade com que os contratos podem ser renegociados, em caso de insolvência da empresa, constitui outro dos argumentos para explicar a escolha entre a dívida directa e a bancária. Este argumento pende a favor do endividamento bancário — dada a sua maior flexibilidade — sempre que a empresa possui *ex ante* uma maior probabilidade de insolvência ou quando os custos da sua liquidação são mais significativos. Esta maior flexibilidade advém, quer do enquadramento jurídico de cada um dos contratos, quer das cláusulas que incluem, com vista a conferir capacidade de acompanhamento e controlo ao credor. Como defendem Berlin e Mester (1992) e Chemmanur e Fulghieri (1994), estas cláusulas, mais restritivas nos contratos bancários, ao permitirem um maior acompanhamento e intervenção por parte do banco, tornam o endividamento bancário mais fácil de renegociar, embora possua um custo superior. Em face deste argumento, as empresas com maior risco de crédito tendem a privilegiar a facilidade de renegociação do endividamento bancário em detrimento do seu custo e, em sentido contrário, as empresas que possuem um risco de crédito fraco valorizam pouco a opção de flexibilidade e preferem o endividamento directo. Esta hipótese é confirmada empiricamente por Johnson (1997) e Anderson e Makhija (1999).

A escolha entre o endividamento directo e o bancário é condicionada, segundo Diamond (1991), pela necessidade do(s) credor(es) controlar(em) comportamentos oportunistas, após contrato, por parte do devedor. Neste sentido, o autor defende que estes comportamentos podem ser limitados, quer pelas cláusulas incluídas nos contratos de endividamento, quer pelo desejo do devedor em desenvolver ou manter a sua reputação. Explorando este último facto, Diamond defende que as empresas que possuem uma

forte reputação no mercado — ou seja, uma elevada notação —, recorrem à emissão de dívida directa, pois, assim, beneficiam de taxas de juro mais baixas. Por outro lado, as empresas que possuem uma fraca reputação de crédito têm que se sujeitar ao financiamento bancário e ao acompanhamento e controlo do banco, imposto pelas cláusulas incluídas no contrato, bem como a suportar uma taxa de juro mais elevada. Esta divisão das empresas por tipo de endividamento foi confirmada empiricamente em trabalhos como os de Johnson (1997), Carey *et al.* (1993) e Anderson e Makhija (1999).

Por fim, como argumenta Rajan (1992), o acompanhamento e o controlo bancário se, por um lado, permite uma detecção precoce dos projectos com VAL negativo e a sua eliminação, por outro, limita o esforço da empresa dado que possibilita uma expropriação de parte da riqueza gerada em caso de sucesso do projecto. Em face destes argumentos, o autor defende as seguintes hipóteses de comportamento: (i) as empresas que possuem projectos de elevada qualidade, relativamente aos quais se perspectivam rendimentos futuros importantes, tendem a optar pelo endividamento directo; (ii) as empresas que possuem projectos de fraca qualidade nada têm a ganhar ao recorrerem ao endividamento bancário, pois existe uma forte probabilidade de este resultar numa liquidação precoce e (iii) só as empresas que possuem projectos de qualidade intermédia optam por este tipo de financiamento. Estas hipóteses encontram suporte empírico no trabalho de Houston e James (1996), mas são rejeitadas por Johnson (1997), Krishnaswami *et al.* (1999) e Anderson e Makhija (1999).

Como nota final, importa sublinhar que a grande maioria dos estudos aqui revistos se reporta a um universo de grandes empresas, para as quais existe a possibilidade real de recorrerem ao endividamento directo. As pequenas e médias empresas (PME's), impossibilitadas de aceder ao endividamento directo, vêem-se forçadas a estabelecer relações de continuidade com o seu banco pois, segundo os estudos de Hoshi *et al.* (1990), Petersen e Rajan

(1994) e Elsas e Krahnem (1998), constituem a melhor forma de contornar ou limitar os problemas de racionamento de crédito com que se deparam frequentemente⁽¹⁰⁴⁾. Os argumentos avançados para a necessidade de concentração prendem-se com a análise custo-benefício do banco, ao analisar uma proposta de crédito de pequenos montantes: o banco apenas analisa uma proposta de crédito se o benefício que espera retirar é superior ao custo fixo associado a essa análise.

Porém, Thakor (1996) realça que é difícil compreender as motivações das PME's de melhor qualidade para a concentração do seu endividamento, dado que estas podem obter vantagens com a consulta a vários bancos. A diversificação, além de limitar os riscos de uma avaliação errada, reduz a probabilidade de uma expropriação (por parte do banco em monopólio informacional) de parte da riqueza gerada pelo projecto a financiar. Na mesma linha, Guigou e Vilanova (1999) sublinham que, apesar de ser difícil compreender as razões das PME's de melhor qualidade para a concentração, o mesmo não se passa relativamente às razões que levam as de pior qualidade a uma diversificação. Estas vêm-se forçadas, pelos próprios bancos, a uma diversificação, pois estes, ao racionar-lhes o crédito com o intuito de partilhar o risco com os seus concorrentes, obriga-as a bater a outras portas. Assim, como também realçam Foglia *et al.* (1998), as empresas que

⁽¹⁰⁴⁾ Segundo Petersen e Rajan (1994), as variáveis que mais contribuem para aumentar a disponibilidade de crédito das PME's são: (i) a concentração do endividamento num número pequeno de bancos; (ii) a idade da empresa e a antiguidade da relação que mantém com o banco e (iii) a multiplicidade de serviços oferecidos pelo banco.

Os mesmos autores, em trabalho recente (Petersen e Rajan, 2002), apesar de reconhecerem a importância, para o financiamento das PME's, das relações de proximidade e de continuidade entre estas e os seus credores, constatam que a distância física entre si, nos Estados Unidos, aumentou de forma continuada ao longo do período analisado (1973-1993), ao mesmo tempo que a interacção entre ambas as partes se tornou mais impessoal. Segundo os autores, as alterações ocorridas durante aquele período — e que continuam a ocorrer —, motivadas, quer pelo desenvolvimento das tecnologias de informação e comunicação, quer pela reestruturação do sector bancário, contribuíram para um desenvolvimento substancial deste sector em várias áreas, não escapando a do financiamento a PME's.

possuem um maior risco tendem a possuir um endividamento bancário menos concentrado, relativamente às empresas de melhor qualidade.

3.5. A hipótese da *pecking order*

Ao contrário dos modelos que têm defendido uma estrutura do capital ótima, baseando-se nos benefícios fiscais e nos custos de insolvência financeira e de agência resultantes do recurso ao endividamento *versus* capital próprio, tem vindo a ganhar especial relevância na literatura, desde meados da década de oitenta, uma nova corrente de abordagem. Esta sustenta que as empresas, em lugar de procurarem uma estrutura normativa do capital, manifestam uma hierarquia de preferências aquando da escolha das suas fontes de financiamento — hipótese de comportamento, habitualmente designada na literatura por «*pecking order hypothesis*». A fundamentação desta hipótese, como se verá a seguir, assenta, em larga medida, na consideração e compreensão dos efeitos que as assimetrias de informação, entre *insiders* e *outsiders*, podem exercer nas decisões de escolha entre diferentes fontes de financiamento. A sua formulação pode ser resumida, de acordo com Myers (1984, pp. 581-582), da seguinte forma:

1. As empresas possuem uma clara preferência pelo autofinanciamento, relativamente ao financiamento externo.
2. Face às oportunidades de investimento esperadas, as empresas adaptam gradualmente os seus rácios objectivo de distribuição de resultados (*payout ratios*), de modo a evitarem que estes sofram alterações bruscas.
3. A necessidade de uma política de dividendos estável, aliada às flutuações não previsíveis da rendibilidade da empresa e das suas oportunidades de investimento, implica que os fundos gerados internamente sejam superiores ou inferiores às exigências de financiamento

impostas pelas oportunidades de crescimento. Se forem superiores, a empresa amortiza dívida e/ou adquire títulos negociáveis nos mercados de capitais; se forem inferiores, vende os títulos negociáveis que possui.

4. Se o financiamento externo é exigido, as empresas começam por recorrer ao endividamento; seguidamente emitem títulos híbridos — de que são exemplo as obrigações convertíveis — e, só em último recurso, recorrem à emissão de novas acções.

De acordo com esta hipótese de comportamento, a estrutura do capital é agora interpretada, ao nível de cada empresa e em cada momento, como algo que é determinado, não com a preocupação em se atingir um rácio de endividamento óptimo (objectivo), mas sim como decorrendo da sua relutância em emitir novas acções. Em alternativa, a sua propensão para recorrer ao endividamento — como forma de suprir as suas necessidades de financiamento — aumenta à medida que se estabelece um fosso entre o investimento desejado e a sua capacidade de reter resultados. Neste sentido, ao sustentar-se que a rendibilidade passada da empresa — que determina, em grande medida, a sua capacidade de autofinanciamento — constitui uma importante determinante da sua estrutura do capital, explica-se agora, formalmente, a razão pela qual as empresas mais rendíveis, geralmente, recorrem menos ao endividamento para financiarem o seu crescimento, como tem sido evidenciado pela esmagadora maioria dos estudos empíricos, ao encontrarem uma relação negativa entre os indicadores de rendibilidade e os rácios de endividamento. A teoria do *tradeoff* tem dificuldades em explicar esta relação, pois, segundo esta abordagem, são as empresas mais rendíveis que maior incentivo têm para se endividarem, visto que, em princípio, possuem uma maior capacidade de reembolso da dívida e uma maior probabilidade de utilizarem a protecção fiscal que o endividamento lhes proporciona, sem desperdiçarem as «outras fontes de protecção fiscal disponíveis», em virtude dos seus elevados resultados sujeitos a imposto.

3.5.1. Das origens da hipótese da *pecking order* à sua fundamentação teórica

A hipótese segundo a qual as empresas parecem seguir uma hierarquia de preferências quando escolhem as suas fontes de financiamento, apesar de ter ganho fundamento teórico em meados dos anos oitenta com os trabalhos de Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), não é nova. Já no início dos anos sessenta Donaldson (1961), ao estudar as práticas de financiamento das empresas americanas, notou que a grande maioria das empresas incluídas na amostra estudada preferia financiar as suas oportunidades de investimento com fundos gerados internamente. Algumas empresas manifestaram mesmo um desejo claro em manterem uma taxa de crescimento a longo prazo que fosse compatível com a sua capacidade de autofinanciamento, ao parecerem aplicar critérios de selecção mais apertados em relação às oportunidades de investimento que necessitavam, ou poderiam vir a necessitar, de financiamento externo.

O financiamento externo era, assim, encarado com relutância pelas empresas, pois só recorriam a ele em situações ocasionais e inevitáveis de necessidade de fundos, ou seja, em situações de défice de recursos internos, que geralmente não era colmatado ou atenuado com políticas restritivas de dividendos. Os cortes nos dividendos, ao serem mal recebidos pelos investidores, pelo menos no curto prazo, eram impensáveis para os administradores, excepto como uma medida defensiva num período de extrema dificuldade financeira. Neste sentido, as empresas, em lugar de seguirem uma política de alterações bruscas dos dividendos, ditada pelas oportunidades de investimento, procuravam seguir uma política de dividendos estável, ou seja, tendiam a adaptar gradualmente os seus rácios objectivo de distribuição de resultados às alterações esperadas nas oportunidades de investimento⁽¹⁰⁵⁾.

⁽¹⁰⁵⁾ A este propósito, vide secções 7.2 e 7.3, capítulo 7, onde se evidencia o efeito sinalizador da política de dividendos e, conseqüentemente, as cautelas a ter com a sua alteração brusca, dados os sintomas que esta fornece relativamente à capacidade da empresa de gerar resultados no momento presente e em momentos futuros.

A forte confiança das empresas nos fundos gerados internamente e na dívida, na insuficiência dos primeiros, segundo Donaldson (1961) é clara quando se olha para as suas emissões de acções. Apesar de muito poucas das empresas estudadas restringirem nos seus estatutos a emissão de novas acções, a maior parte delas não tinha recorrido a esta fonte de financiamento nos últimos 20 anos e não previa uma emissão para um futuro próximo, apesar de reconhecerem a valorização recente das mesmas.

Neste mesmo sentido Myers (1984), ao estudar a importância relativa das diferentes fontes de financiamento para um conjunto de empresas não financeiras americanas, durante o período 1962-1982, observou que os fundos gerados internamente representavam, em média, 62% das despesas de capital, incluindo os investimentos em existências e outras aplicações permanentes destinadas a financiar o ciclo de exploração, e que o financiamento externo exigido revestiu, na quase totalidade das empresas estudadas, a forma de dívida.

Uma explicação para a maior confiança nos fundos gerados internamente e uma preferência pela dívida relativamente à emissão de novas acções, quando o financiamento externo se torna inevitável, foi desde logo avançada por Donaldson (1961). Segundo o autor, os administradores evitam o financiamento externo porque este iria sujeitá-los às influências disciplinadoras do mercado de capitais, ao mesmo tempo que os iria expor «à observação penetrante da publicidade e à atenção dos accionistas». Neste sentido, os administradores preferem financiar-se com fundos internos, o que lhes evita estes constrangimentos. Se o financiamento externo for inevitável, a dívida é preferível porque é, decerto, menos acompanhada pelo público relativamente a uma emissão de novas acções, ou seja, expõe menos os administradores.

Embora a explicação avançada por Donaldson possa motivar a hipótese da *pecking order*, ela apresenta-se frágil se aceitarmos que os administradores agem no sentido de maximizar a riqueza dos accionistas existentes e não,

apenas, no sentido de evitar a disciplina dos mercados de capitais, como o autor fazia crer ao sublinhar que as decisões financeiras das empresas estudadas não estavam direccionadas para a maximização da riqueza dos accionistas. Segundo o seu diagnóstico, impunham critérios demasiado exigentes para aceitarem as oportunidades de investimento que necessitavam de fontes de financiamento externas e um critério menos apertado para aquelas que pudessem encontrar fontes de financiamento internas, ao seguirem, no longo prazo, uma taxa de expansão adequada à sua capacidade de autofinanciamento. Contudo, no estado actual da teoria financeira, não é tão evidente que o financiamento baseado na hipótese da *pecking order* vá contra o interesse dos accionistas existentes, pois ela pode encontrar fundamento teórico em motivos económicos perfeitamente racionais. Entre esses motivos realce-se os diferenciais nos custos de emissão, os efeitos fiscais e os que resultam das assimetrias de informação.

Os custos de emissão, 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 gerados internamente ao financiamento externo e o endividamento à emissão de capital próprio fresco. No entanto, se considerarmos, adicionalmente, a presença de impostos sobre os rendimentos dos investidores e societários, 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 em sede de imposto sobre o rendimento dos investidores, se revestirem a forma de mais-valias não realizadas. Neste sentido, manter 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,

uma maior carga fiscal dos investidores individuais⁽¹⁰⁶⁾. Em segundo lugar, os encargos da dívida, ao serem dedutíveis para efeitos de apuramento da matéria colectável, escapam à tributação em sede de imposto sobre o rendimento das pessoas colectivas, o que pode tornar o endividamento mais atractivo quando comparado com a emissão de novas 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 os «outros benefícios fiscais disponíveis»⁽¹⁰⁷⁾. 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, proporções que rondam os 50% dos fundos criados. É assim racional que as empresas se mostrem reticentes em emitir novas acções e a privilegiar os lucros retidos, pois preservam desta forma a sua capacidade de recurso ao crédito e, conseqüentemente, reduzem a probabilidade de vir a ser necessária uma futura emissão de acções.

Em adição aos custos de emissão e impostos, a consideração e a compreensão de mercados em que a informação se encontra parcialmente distribuída e cuja transmissão implica custos tornou possível desenvolver um novo conjunto de abordagens que visa explicar a estrutura do capital das empresas. Nesta corrente de abordagens é suposto que os administradores possuem informação privilegiada, em relação aos investidores externos, sobre o verdadeiro valor da empresa e que ambas as partes (administradores e investidores) se apercebem disso. No entanto, à parte da informação assimétrica, os mercados são perfeitos e eficientes relativamente à informação disponível. Assim, segundo este tipo de modelização, as

⁽¹⁰⁶⁾ Importa recordar que nem todos os investidores estão expostos a uma maior carga fiscal pelo facto de os rendimentos gerados pelas sociedades afluírem ao seu património pela via dos dividendos. Alguns investidores, de que são exemplo os fundos de pensões e outros investidores institucionais, podem auferir benefícios fiscais sobre dividendos, ou até mesmo gozar de isenção fiscal sobre esta categoria de rendimento.

⁽¹⁰⁷⁾ Vide, a este respeito, as secções 1.3 e 1.4 do capítulo 1.

opções de financiamento da empresa possuem um conteúdo informacional, pois são interpretadas pelo mercado como um sinal da informação interna que é vedada aos investidores e, como tal, podem ser usadas pelos administradores para provocarem alterações nas expectativas dos investidores, quanto à rentabilidade e risco da empresa, ao permitir-lhes comunicar os suplementos de informação que possuem, como tem sido evidenciado em trabalhos como os que se referiram na secção 3.2 deste capítulo.

Explorando esta linha de pesquisa, Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), ao mesmo tempo que se afastam dos modelos que defendem a existência de uma estrutura do capital óptima, fornecem aquele que é considerado o principal suporte teórico da hipótese da *pecking order*.

O modelo de Myers e Majluf

Myers e Majluf (1984), num trabalho pioneiro em que analisam as interacções entre as decisões de investimento da empresa e a sua estrutura de financiamento, sugerem uma explicação teórica para a hipótese da *pecking order*, baseando-se, fundamentalmente, nos efeitos das assimetrias de informação aquando da escolha entre fontes de financiamento alternativas.

Segundo os autores, se os investidores externos estiverem menos bem informados do que os administradores acerca do valor dos activos da empresa e das suas oportunidades de investimento, as acções da empresa poderão estar mal avaliadas pelo mercado, isto é, sub ou sobreavaliadas. A subavaliação pode ser de tal ordem que o recurso a um aumento do capital próprio, para financiar um novo projecto, leve os novos investidores a obterem mais do que o valor actual líquido (VAL) do mesmo, ao adquirirem acções subvalorizadas, o que resulta num prejuízo líquido para os antigos accionistas ou rejeição do projecto, mesmo que o seu VAL seja positivo. Perante este custo de sub-investimento a empresa ver-se-á obrigada a seguir a hipótese da *pecking order*.

Para se compreender o exposto apresentamos, ainda que de forma resumida, o seu modelo. Considere-se uma empresa que precisa reunir I unidades monetárias para levar a cabo uma oportunidade de investimento cujo VAL é igual a Y (com $Y \geq 0$) e que o valor corrente de mercado dos seus activos é K . O projecto, que é indivisível, pode ser financiado com recursos internos e/ou financiamento externo (endividamento ou emissão de novas acções). Admita-se, ainda: (i) um mercado em que a informação se encontra parcialmente distribuída (sendo, no entanto, perfeito e eficiente relativamente à informação disponível), onde os administradores, que recebem informação antecipadamente, conhecem os valores de K e Y e os investidores apenas conhecem, quando muito, uma função de distribuição de probabilidade daqueles valores; (ii) que a oportunidade de investimento desaparece se não for concretizada no momento em que surge, o mesmo é dizer, os administradores não possuem um intervalo de tempo para comunicarem a informação privilegiada que detêm, mesmo que o pudessem fazer sem grandes custos; (iii) que não existem custos de emissão, quer para os títulos da dívida, quer para as novas acções e (iv) que os administradores agem em favor dos velhos accionistas, admitindo que eles são passivos⁽¹⁰⁸⁾. Este comportamento presume-se que é do conhecimento dos investidores, isto é, estes sabem que os administradores estão do lado dos accionistas existentes e não do seu lado.

⁽¹⁰⁸⁾ Myers e Majluf (1984), discutem outras hipóteses de comportamento dos administradores (nomeadamente: (i) a possibilidade daqueles actuarem de acordo com o interesse de todos os accionistas —«velhos» e potenciais —, ignorando qualquer conflito de interesses entre os «velhos» e os novos accionistas e (ii) a possibilidade de actuarem de acordo com o interesse dos «velhos» accionistas, mas supondo que eles reequilibram racionalmente a sua carteira de títulos face às decisões de investimento da empresa), admitindo que qualquer uma delas possa, teoricamente, ser considerada. No entanto, embora conscientes das diferentes implicações empíricas, consoante a hipótese de comportamento considerada, acabam por concluir que a que faz mais sentido é a de que os administradores agem em favor dos «velhos» accionistas, supondo que eles são passivos. No quadro das hipóteses do seu modelo e admitindo a hipótese (ii) de comportamento dos administradores, é-se conduzido a conclusões idênticas às de Modigliani e Miller (1958 e 1963): a política de financiamento é irrelevante.

Neste quadro de hipóteses, se para levar a cabo uma oportunidade de investimento a empresa necessita de financiamento externo, em virtude da insuficiência (ou inexistência) dos fundos internos, os títulos emitidos poderão ser avaliados pelo mercado a um valor inferior ou superior ao que realmente valem.

Admita-se, em primeiro lugar, que a empresa não possui a totalidade dos fundos de que necessita e irá emitir novas acções pelo valor global A (em que $A=I-S$, onde S representa a capacidade de autofinanciamento). O benefício de reunir A unidades monetárias, através da emissão de novas acções, é Y, ou seja, o VAL da oportunidade de investimento. Todavia, também implica um possível custo, pois a empresa poderá ser obrigada a emitir um número de acções pelo valor global A quando, na verdade, esses títulos valeriam A_1 , se os investidores tivessem acesso à informação que os administradores detêm quando a decisão de aceitarem o projecto e emitirem acções é tomada.

Definindo-se a sub ou sobreavaliação das acções por $\Delta A=A_1-A$, e tendo em conta que os administradores agem no sentido de maximizarem a riqueza dos accionistas existentes, a empresa irá emitir acções e investir se:

$$K+S+Y-\Delta A \geq K+S$$

ou seja, se

$$Y \geq \Delta A \tag{3.5}$$

Sempre que a informação dos administradores é desfavorável, $\Delta A < 0$ ⁽¹⁰⁹⁾, a empresa irá aceitar o projecto; se, pelo contrário, a informação é favorável, $\Delta A \geq 0$, poderá deixar passar uma boa oportunidade de investimento se, para a financiar, tiver que emitir acções a uma cotação subvalorizada.

⁽¹⁰⁹⁾ O modelo admite que esta situação possa acontecer, muito embora seja mais plausível a hipótese de que a informação dos administradores seja favorável.

Tal acontece se a oportunidade de investimento for tão pouco valiosa que não compense as perdas dos antigos accionistas advindas da subavaliação das acções emitidas.

Representando por P o valor de mercado das acções na posse dos accionistas existentes, este será dado por $\frac{P}{P+A}(K+Y+D)$, se o projecto for aceite, e por $K+S$, se ele for rejeitado. Assim, a decisão de investir apenas será tomada se,

$$\frac{P}{P+A}(K+Y+A+S) \geq K+S \quad (3.6)$$

o que equivale a,

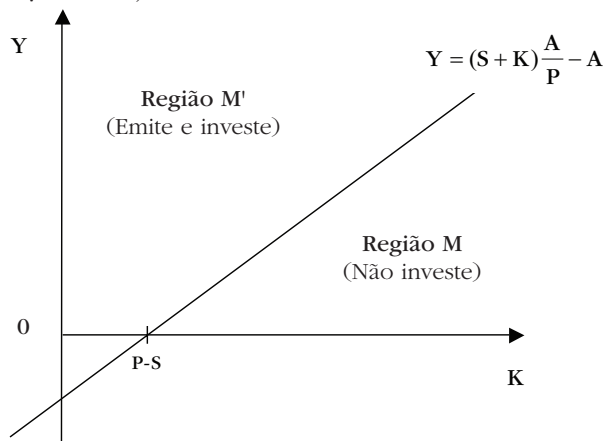
$$\frac{P}{P+A}(A+Y) \geq (S+K)\frac{A}{P+A} \quad (3.7)$$

O segundo membro desta inequação representa a diluição da riqueza dos accionistas existentes e o primeiro o seu acréscimo. O valor das oportunidades de investimento, Y , determina a estratégia a adoptar, ou seja, apenas são aceites os projectos cujo valor actual satisfaz a condição (3.7), isto é, se:

$$Y \geq (S+K)\frac{A}{P} - A \quad (3.8)$$

A expressão de Y , em função dos outros parâmetros, quando representada no sistema de eixos $K0Y$, é uma recta com declive A/P e que intersecta o eixo KK' , no ponto $P-S$. Na Figura 3.1 encontra-se representada essa recta, a qual permitiu a Myers e Majluf (1984) definir as condições de investimento óptimo, tendo em conta os efeitos de uma emissão de acções sobre a sua cotação, a rendibilidade dos projectos a financiar e o valor corrente dos seus activos.

Fig. 3.1 – Estratégias de investimento/financiamento da empresa segundo Myers e Majluf (1984)



Fonte: Myers e Majluf (1984, p. 199)

À luz do modelo formulado, a decisão de emitir acções não sinaliza ao mercado, por si só, o VAL do projecto a financiar, mas sim que a empresa se encontra na região M' , onde $M' = \left\{ (K, Y) \in \mathfrak{R}^2 : K \geq 0 \quad Y \geq 0 \quad Y \geq (S + K) \frac{A}{P} - A \right\}$. Este sinal leva os investidores a reagirem negativamente no sentido de convergirem para o equilíbrio, ou seja, à queda de cotação das acções⁽¹¹⁰⁾.

(110) A este respeito, vide o exemplo que nos é fornecido por Harris e Raviv (1991) visto que traduz, no essencial, o raciocínio de Myers e Majluf. Considere-se que existem apenas dois tipos de empresas, tipo 1 e tipo 2, cujos activos correntes estão avaliados, respectivamente, em K_1 e K_2 (onde, $K_2 < K_1$). No início, o tipo de empresa é apenas conhecido pelos administradores e os investidores externos crêem que a empresa é do tipo 1, com probabilidade p , e do tipo 2, com probabilidade $1-p$. Considere-se, ainda, que ambos os tipos de empresas têm acesso a um projecto que exige um investimento de I , cujo VAL é igual a Y , e que, se o projecto é aceite (cabendo à empresa decidir se o aceita ou não) deve ser financiado com a emissão de novas acções, subscritas por novos accionistas. Como os investidores sabem que as empresas apenas irão emitir acções para financiarem o projecto, se estas não estiverem subavaliadas, aquando do anúncio da emissão reconhecem que a empresa é do tipo 2 e valorizam-na como tal, ou seja, ao seu justo valor, $K_2 + Y$. Note-se que, em equilíbrio, as empresas do tipo 1 rejeitam o projecto, visto que se assume que a subavaliação das acções é tal que absorve mais do que o VAL do mesmo ($Y < \Delta I$, admitindo que $S=0$, ou seja, $A=I$) e as empresas do tipo 2 aceitam o projecto ($Y > \Delta I$), abdicando os accionistas existentes de uma fracção $\beta = I / (K_2 + Y + I)$ do novo valor da empresa ($K_2 + Y + I$) e o valor de mercado das suas acções passará para $(1-\beta)(K_2 + Y + I) = K_2 + Y$, ou seja, os accionistas actuais das empresas do tipo 2 obterão o VAL do novo projecto (Y) ao decidirem aceitar a oportunidade de investimento e emitir acções para a financiarem, em lugar de imitarem as empresas do tipo 1, que em equilíbrio rejeitam o projecto.

Tal implica que a empresa apenas emite acções e investe quando o VAL do projecto e o valor corrente dos seus activos, ainda assim, tornam a emissão atraente, isto é, se (K, Y) se situar dentro da região M' .

Se a empresa se encontra localizada na região M , onde $M = \left\{ (K, Y) \in \mathbb{R}^2: Y \geq 0 \quad Y < (S + K) \frac{A}{p} - A \right\}$, rejeita o projecto se para o financiar tiver que recorrer à emissão de novas acções, pois o VAL do projecto é insuficiente para fazer face à perda de valor das acções na posse dos accionistas existentes.

Até aqui supôs-se sempre que a empresa se financiava com recursos internos e, na falta ou insuficiência destes, emitia acções, tendo-se constatado que nesta segunda hipótese a empresa poder-se-ia ver obrigada a rejeitar um projecto com VAL positivo, ou seja, poderia haver lugar ao sub-investimento sempre que a subcotação das novas acções fosse tão severa que levasse a que os accionistas existentes, além de abdicarem do VAL do projecto, abdicassem também de parte (ou no limite, da totalidade) dos seus direitos sobre os activos existentes⁽¹¹¹⁾.

Antes do anúncio o valor de mercado das acções actuais era de $p K_1 + (1-p)(K_2 + Y)$, reflectindo as opiniões acerca do valor da empresa e do seu comportamento em equilíbrio. Assim, para os valores dos parâmetros K_1 , K_2 e Y que satisfaçam a desigualdade $p K_1 + (1-p)(K_2 + Y) > K_2 + Y$, o anúncio da emissão de acções resulta numa queda do valor de cotação das acções actuais.

⁽¹¹¹⁾ No mesmo sentido de Myers e Majluf (1984), Narayanan (1988) mostra que, quando as assimetrias de informação apenas existem relativamente ao valor do novo projecto, o seu financiamento, com a emissão de novas acções, pode levar também ao sobre-investimento, isto é, alguns projectos com VAL negativo poderão ser aceites. Tal acontece quando as empresas retiram benefícios da emissão de acções sobrevalorizadas, que compensam as perdas decorrentes da aceitação do projecto cujo VAL é negativo. A razão para a sobreavaliação das acções de algumas empresas deve-se à impossibilidade de o mercado avaliar correctamente o VAL dos seus projectos, quando o único sinal observável é a decisão acerca da aceitação ou não do projecto. Assim, por consequência, como a cotação média das acções resulta, em equilíbrio, da comparação de empresas com projectos com diferentes VAL's com as acções emitidas por todas essas empresas, aquelas cujos projectos têm VAL's baixos irão beneficiar com a venda de acções sobreavaliadas.

Nesta linha, Heinkel e Zechner (1990) propõem um modelo teórico onde o problema do sobre-investimento, que poderá ocorrer quando a empresa financia as suas oportunidades de investimento (relativamente às quais existem assimetrias de informação no que se refere à sua validade) apenas através da emissão de novas acções, poderá ser resolvido admitindo um conjunto mais vasto de opções de financiamento: endividamento, acções comuns e acções preferenciais. Segundo os autores, se se considerar este conjunto de opções de financiamento, é possível derivar uma estrutura do capital óptima (definida como um *mix* entre aquelas fontes de financiamento), onde os problemas de sobre-investimento e sub-investimento são evitados.

De modo a considerarem que a empresa, se o financiamento externo for exigido, pode optar entre recorrer à emissão de novas acções ou ao endividamento, Myers e Majluf adaptaram o seu modelo. Subsequentemente, mostraram que o sub-investimento poderá ser evitado, em parte, se a empresa redesenhar a obtenção de fontes de financiamento por forma a privilegiar aquelas cujo valor se altera menos quando a informação interna privada é revelada ao mercado.

Suponha-se, tal como tem sido feito até aqui, que o financiamento externo exigido, para levar a cabo a oportunidade de investimento, é I-S. Mas considere-se, agora, que pode ser obtido através de uma emissão de acções (A) ou através de endividamento (D). Retomando o modelo e recordando que os administradores agem de acordo com os interesses dos accionistas existentes, ou seja, apenas investem e emitem títulos (acções ou obrigações) se melhorarem a sua posição, colocamos agora em confronto, seguindo Myers e Majluf, a opção entre o endividamento e a emissão de novas acções.

Como vimos, a empresa emite acções e investe se $Y \geq \Delta A$. Se, em lugar de emitir acções, recorrer ao endividamento, aceita o projecto se $Y \geq \Delta D$, em que $\Delta D = D_1 - D$, onde D é o valor de mercado dos títulos da dívida, no momento em que a decisão de investir é tomada, e D_1 é o valor de mercado que, na verdade, esses títulos teriam se os investidores tivessem acesso à mesma informação que os administradores no momento em que tomam a decisão de investir. Se a empresa pode emitir dívida sem risco, $\Delta D = 0$, o problema de sub-investimento desaparece, pois a empresa aceita todos os projectos com VAL positivo. Se a dívida não é isenta de risco, ΔD pode ser positivo ou negativo, tendo, no entanto, o mesmo sinal que ΔA e um valor absoluto sempre menor, dada a menor volatilidade do preço dos títulos representativos da dívida.

No cenário em que a informação dos administradores da empresa é favorável ($\Delta A > 0$ e $\Delta D > 0$), se a empresa está disposta a emitir acções e

investir, também estará disposta a recorrer ao endividamento para financiar o projecto, visto que para $\Delta D < \Delta A$, então $Y \geq \Delta A$ implica $Y > \Delta D$, sendo a dívida, contudo, obtida em alguns estados em que a emissão de acções é já rejeitada ($\Delta D \leq Y < \Delta A$). Assim, o valor da empresa *ex ante* será maior quando se financia com endividamento, uma vez que as perdas derivadas do sub-investimento são menores.

Se admitirmos que a informação interna da administração é desfavorável ($\Delta A < 0$, $\Delta D < 0$), não será agora a empresa tentada a financiar-se com a emissão de novas acções sobrevalorizadas, no sentido de tirar maior vantagem dos novos investidores? Myers (1984) defende que não e Myers e Majluf (1984) demonstram-no formalmente. O argumento dos autores é que a estratégia de emitir acções, quando os investidores sobreavaliam a empresa, e emitir dívida, quando a subavaliam, apresenta problemas que são fáceis de perceber quando nos colocamos do lado dos investidores, a quem as escolhas transmitem sinais. Como eles sabem que os administradores não estão do seu lado, interpretam a decisão de emitir acções como um sinal de sobreavaliação das mesmas e recusam-se a contribuir com capitais próprios (originando, deste modo, a queda da cotação das acções), forçando, assim, a empresa a seguir a hipótese da *pecking order*; a menos que já tenha esgotado a sua capacidade de endividamento e se defronte com custos marginais de insolvência avultados (Myers, 1984)⁽¹¹²⁾.

3.5.2. Objecções à hipótese da *pecking order* e seu enriquecimento

Na sequência dos trabalhos de Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), alguma da investigação existente, ao mesmo tempo que lança dúvidas sobre as suas conclusões, procura enriquecer a hipótese da *pecking order*. Nesta linha, é de referir, em primeiro lugar, o trabalho de Brennan e Kraus

⁽¹¹²⁾ O modelo, tal como é apresentado, apenas deixa espaço para a emissão de novas acções na presença de custos operacionais ou de insolvência financeira, originados pelo endividamento.

(1987), onde se defende que as empresas não manifestam, necessariamente, uma preferência pelo endividamento, em detrimento da emissão de novas acções, se se enriquecer o conjunto de estratégias de financiamento pelas quais podem optar quando se deparam com uma situação como aquela que é proposta no modelo de Myers e Majluf. O seu raciocínio pode ser resumido através do exemplo que se segue⁽¹¹³⁾.

Considere-se que existem apenas dois tipos de empresas de qualidade distinta: tipo A (melhor qualidade) e tipo B (pior qualidade). Admita-se, ainda, que ambos os tipos de empresas possuem já um rácio de endividamento notório e que se defrontam com a necessidade de financiarem um novo projecto. Como, por hipótese, o endividamento das empresas do tipo A é livre de risco, o seu reembolso não envolve custos adicionais e, dada a credibilidade destas empresas, as suas acções encontrarão colocação sem dificuldade, obtendo-se assim um «bom negócio», quer na emissão das novas acções, quer no reembolso das obrigações⁽¹¹⁴⁾. Relativamente às empresas do tipo B, estas não imitam as do tipo A porque, se o fizessem, significaria amortizarem as suas obrigações ao valor nominal, representando tal um sobrepagamento (note-se que o endividamento das empresas do tipo B é de elevado risco, por hipótese) que, por certo, excederia o benefício potencial resultante do aumento da cotação das suas acções. Do mesmo modo, as empresas do tipo A não imitam as do tipo B (mantendo o endividamento) porque, se o fizessem, poderiam ver as suas acções baixar de cotação. Assim, segundo o exemplo apresentado, na situação de equilíbrio, ambos os tipos de empresas optam pela emissão de acções para financiarem o novo projecto, o que é inconsistente com a hipótese da *pecking order*. As empresas do tipo A emitem acções para financiarem o novo projecto e, ainda, para

⁽¹¹³⁾ Exemplo adaptado de Harris e Raviv (1991, pp. 309-310).

⁽¹¹⁴⁾ Note-se que no modelo de Brennan e Kraus (1987), à semelhança do modelo de Myers e Majluf (1984), a emissão de acções de forma isolada fornece um sinal negativo aos investidores, enquanto que a emissão de acções em simultâneo com a amortização de obrigações (permitida, em parte, com os recursos gerados pela emissão de acções) fornece um sinal positivo.

poderem amortizar a sua dívida ao valor nominal, e as empresas do tipo B emitem novas acções apenas para financiarem o novo projecto⁽¹¹⁵⁾.

Na mesma linha, Noe (1988) desenvolve um modelo onde, simultaneamente, se levantam objecções e se enriquece a hipótese da *pecking order*, ao demonstrar-se que numa situação de assimetrias de informação aquela hipótese de comportamento hierárquico, aquando da escolha de fontes de financiamento, apenas é verificada se a informação privilegiada dos administradores da empresa, no que se refere aos *cash-flows* futuros, for perfeita. O autor localiza-se no contexto de Myers e Majluf (1984) apresentando, no entanto, duas diferenças: (i) as empresas têm acesso a projectos com VAL positivo e negativo e (ii) os comportamentos dos agentes (administradores e investidores) são modelizados admitindo um jogo de sinalização, onde existe uma multiplicidade de situações de equilíbrio sequenciais⁽¹¹⁶⁾.

O modelo é desenvolvido considerando um só período. No início desse período o montante de investimento a levar a cabo durante o mesmo é do conhecimento dos administradores e dos investidores, e a qualidade da empresa, ou seja, a sua capacidade em gerar *cash-flows* durante o período, apenas é conhecida pelos primeiros⁽¹¹⁷⁾. Os administradores, no início do período, anunciam aos investidores as suas decisões de financiamento, emitindo um sinal $m(t)$ segundo o tipo de empresa. Esta mensagem, à luz do

⁽¹¹⁵⁾ Recorde-se que nas empresas do tipo B os accionistas existentes beneficiam com a emissão de novas acções para financiarem um projecto cujo VAL é positivo, dado que os investidores apenas reconhecem o tipo de empresa após a decisão de financiamento. Assim, *a priori*, valorizam os títulos dos dois tipos de empresas, tendo em conta as crenças que possuem relativamente ao seu tipo, ou seja, tomando como referência uma média ponderada pelas probabilidades de ela ser do tipo A ou B, facto que beneficia a avaliação dos títulos das empresas de pior qualidade.

⁽¹¹⁶⁾ Os jogos de sinalização são aqueles em que uma parte, neste contexto os administradores da empresa, transmite a informação privilegiada que possui ao mercado (investidores) pela via de sinais. Face aos sinais que recebem, os investidores reagem no sentido de convergirem para o equilíbrio.

⁽¹¹⁷⁾ Ao contrário dos administradores, os investidores *a priori* não conhecem a qualidade da empresa, $q(t)$, sabem apenas que existem empresas de diferentes tipos e que a probabilidade de ela ser do tipo t_j , com $j=1,2,3,\dots,w$, é $p(t_j)$, em que $p(t_j)>0$, e que duas ou mais empresas podem ter uma qualidade igual.

modelo, poderá assumir apenas uma das três formas seguintes: (i) emissão de dívida (D); (ii) emissão de capital próprio (S), ou (iii) recusa do projecto (R); tendo-se que, $m \in M = \{D, S, R\}$.

De igual modo, a resposta dos investidores, r , face ao sinal emitido, é suposto ser uma de três possíveis: (i) a subscrição dos títulos oferecidos é recusada; (ii) aceitam os títulos da dívida emitidos ao seu valor facial, ou (iii) aceitam subscrever uma fracção das acções emitidas.

Face ao anúncio do sinal $m(t)$, os investidores reavaliam as expectativas que possuíam *a priori* acerca da qualidade da empresa, obtendo *a posteriori* uma distribuição de probabilidade do tipo de empresa condicionada por m , $\mu(\cdot | m)$, que é conhecida por todos os investidores.

No contexto das hipóteses assumidas, face a uma oportunidade de investimento, a modelização da escolha entre o endividamento e a emissão de capital próprio para a financiar, através de um jogo sequencial de sinalização, ao possibilitar ao autor seleccionar as situações de equilíbrio estáveis — o mesmo é dizer, candidatas à solução óptima —, permite-lhe evidenciar alguns resultados que em determinadas situações enriquecem a hipótese da *pecking order* e noutras a colocam em questão. Em primeiro lugar conclui que, se existe pelo menos um projecto cujo VAL é positivo e se a previsão dos *cash-flows* futuros, por parte dos administradores, é perfeita, existem situações de equilíbrio onde as empresas investem e se endividam e onde nenhuma delas se financia através da emissão de novas acções. Neste quadro de análise, a hipótese da *pecking order* é validada por duas razões: (i) logo que exista emissão de dívida, a emissão de novas acções é uma situação sub-óptima e (ii) a emissão de dívida constitui, numa situação de equilíbrio, uma estratégia de sinalização da qualidade da empresa e do seu projecto.

Por outro lado, se se admitir a hipótese de uma previsão imperfeita dos *cash-flows* esperados, por parte dos administradores, a hipótese da *pecking order* é posta em questão dado que, na situação de equilíbrio, uma emissão

de acções sinaliza ao mercado que a empresa é de qualidade intermédia e a emissão de dívida revela que a empresa é de uma qualidade extrema: muito boa ou muito má.

Cooney e Kalay (1993) criticam igualmente o modelo de Myers e Majluf, dado que este, ao assumir que o VAL dos projectos a financiar é sempre maior ou igual a zero, não capta as boas notícias associadas aos anúncios. Assim, o abandono daquela hipótese leva os autores a reformular o modelo original de Myers e Majluf e a refutar parte das suas conclusões⁽¹¹⁸⁾.

No quadro do modelo proposto antes do anúncio, os investidores antecipam a validade do projecto a financiar, antecipação esta que já se encontra reflectida na cotação dos títulos da empresa quando a decisão de aceitar (rejeitar) o projecto e emitir (não emitir) novas acções é tomada. Aquando do anúncio da decisão tomada, os investidores adaptam as suas estimativas. Se o projecto é aceite, sinaliza aos investidores que a empresa se encontra na região M' (vide Figura 3.1). Nesta situação, à boa notícia que a aceitação do projecto transmite aos investidores contrapõe-se uma má notícia, advinda da emissão de novas acções para o financiar. Por outro lado, a rejeição do projecto, reflectida pela decisão de não emitir novas acções, além de sinalizar que a empresa se encontra na região M , constitui, por si só, uma informação positiva acerca da empresa.

Neste quadro de análise, a resposta dos investidores, face à decisão tomada, é analisada comparando o valor da cotação dos títulos antes e após o seu anúncio. A cotação dos títulos antes do anúncio, P_b , admitindo uma taxa de desconto nula, será dada por:

⁽¹¹⁸⁾ O abandono da hipótese $VAL \geq 0$ altera, desde logo, a região em que a empresa investe e emite novas acções, M' . Agora, aquela região passa a ser definida por:

$$M' = \left\{ (K, Y) \in \mathfrak{R}^2 : K \geq 0 \wedge Y \geq (S+K) \frac{A}{P} - A \right\}, \text{ vide figura 3.1.}$$

$$P_b = \pi_1 P + \pi_0 P_0 \quad (3.9)$$

onde,

153

P representa a cotação média das acções, face aos valores esperados dos activos da empresa (\bar{K}) e do VAL do projecto (\bar{Y}), na hipótese em que a empresa aceita o projecto e emite novas acções (região M'); P_0 a mesma cotação, no cenário em que o projecto é rejeitado (região M) (isto é, $P = \bar{K}(M') + \bar{Y}(M') + S$ e $P_0 = \bar{K}(M) + S$); π_1 e π_0 a probabilidade de (K,Y) se situarem na região M' e M, respectivamente, com $\pi_1 + \pi_0 = 1$.

Face ao exposto, o anúncio da decisão de aceitar o projecto e emitir acções para o financiar terá um efeito positivo sobre a sua cotação, quando P (cotação média das acções após a decisão de investir) $> P_b$ (cotação antes do anúncio da decisão acerca da emissão ou não de novas acções), o que acontece se, e só se, $P > P_0$. Dadas as expressões de P e P_0 , a decisão de emitir acções terá um efeito positivo sobre a sua cotação, quando $P - S > \bar{K}(M)$. De forma similar, a cotação das acções cai, face ao anúncio de uma nova emissão, quando $P - S < \bar{K}(M)$. Assim, segundos os autores, para valores dos parâmetros (K,Y) localizados na sub-região M_s (onde $M_s = \{(K,Y) \in \mathfrak{R}^2: K \geq 0 \wedge K < P - S \wedge Y < (S + K) \frac{A}{P} - A\}$) — vide Figura 3.1 — a decisão de não investir revela aos investidores que os activos da empresa estão, provavelmente, subavaliados; reciprocamente, a decisão de emitir novas acções irá resultar numa subida da sua cotação, o que contradiz o modelo original de Myers e Majluf (1984).

Marsden (1996), continuando no mesmo quadro de hipóteses de Cooney e Kalay (1993), alarga o seu modelo introduzindo-lhe a possibilidade de os accionistas existentes virem a subscrever uma fracção das novas acções emitidas para financiarem um novo projecto, cujo VAL poderá ser positivo ou negativo. Neste novo quadro de análise, a riqueza dos accionistas existentes será dada por $K+S+c$, em caso de rejeição do projecto, e por $[(P + \bar{C}) / (P+A)](K+Y+A+S) + c - \bar{C}$, em caso de aceitação do projecto e emissão

de novas acções para o financiarem, onde c representa as disponibilidades financeiras dos accionistas existentes que podem ser utilizadas na subscrição das novas acções emitidas, \bar{C} o valor esperado de \tilde{C} (montante dos valores possíveis do novo investimento líquido a ser empreendido pelos accionistas existentes, face a uma emissão de novas acções) e as restantes variáveis assumem aqui o mesmo significado que lhes é atribuído nos modelos de Myers e Majluf (1984) e Cooney e Kalay (1993).

Agora, dado que os administradores actuam de acordo com o interesse dos accionistas existentes, a linha de fronteira das regiões M' e M (vide Figura 3.1) apresenta a seguinte expressão⁽¹¹⁹⁾:

$$Y = \frac{(S+K-P)(A-\bar{C})}{P+\bar{C}} \quad (3.10)$$

Esta expressão, quando representada no sistema de eixos $K0Y$, é igualmente uma recta, mas com declive diferente da dos modelos de Myers e Majluf (1984) e Cooney e Kalay (1993). Agora o declive é decrescente com \bar{C} .

A explicitação do modelo através de exemplos numéricos, além de levar Marsden (1996) a corroborar as conclusões de Cooney e Kalay (1993), leva-o a concluir que a reacção do mercado face à emissão de novas acções é menos negativa (mais positiva) quanto maior for o nível de participação dos accionistas existentes na subscrição das novas acções emitidas.

Seguindo uma abordagem diferente da dos trabalhos até agora apresentados, Viswanath (1993) desenvolveu um modelo de financiamento dinâmico onde se mostra que, face a um projecto rendível, a empresa tem interesse, em determinadas situações, em emitir acções em lugar de recorrer

⁽¹¹⁹⁾ Note-se que a decisão de aceitar o novo projecto apenas será tomada, no momento $t=0$, se:

$$\frac{P+\bar{C}}{P+A}(A+S+K+Y)+c-\bar{C} \geq K+S+c \Leftrightarrow Y \geq \frac{(S+K-P)(A-\bar{C})}{P+\bar{C}}.$$

ao autofinanciamento, contrariamente ao que é defendido pela hipótese da *pecking order*.

O modelo considera que os administradores se encontram em presença de dois projectos cujo $VAL > 0$, cabendo-lhes decidir se os aceitam ou não: o primeiro no momento $t=1$ e o segundo em $t=2$. Cada um deles requer um investimento de C , ou seja, um total de $2C$, porém os seus *cash-flows* apenas vêm a ocorrer a partir do momento $t=2$. Admite-se, ainda, que a empresa apenas possui uma capacidade de autofinanciamento de C , devendo, por isso, emitir acções para financiar um dos projectos ou ambos, ou então rejeitar um deles. A capacidade de autofinanciamento disponível pode ser utilizada para financiar o primeiro projecto ou o segundo, cabendo aos administradores decidir. Esta decisão é tomada num contexto de assimetrias de informação, onde os administradores possuem informação privilegiada um momento antes de ser conhecida pelo mercado.

Assim, aos administradores compete decidir, em $t=1$, se aceitam a diluição da riqueza dos accionistas actuais — ao emitirem novas acções — ou a perda do $VAL > 0$ do projecto 1, em troca da certeza de virem a aceitar um outro projecto com $VAL > 0$ no futuro, ou vice-versa⁽¹²⁰⁾. Como se pode inferir, a estratégia a adoptar no futuro é condicionada pela adoptada no período presente, sendo cada uma delas condicionada, quer pelos estados da natureza, quer pelas assimetrias de informação presente, futura e inter-temporal.

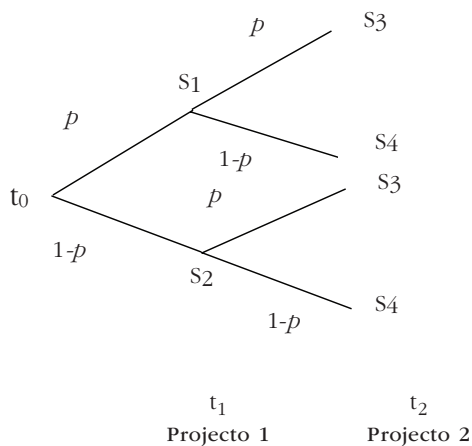
No momento $t=1$ existem dois estados possíveis da natureza: um desfavorável (s_1) e outro favorável (s_2), cuja probabilidade de ocorrência é, respectivamente, p e $1-p$. A classificação favorável/desfavorável toma como critério a avaliação de mercado dos activos da empresa e do VAL do projecto, que serão maiores no estado dito favorável. Do mesmo modo, em $t=2$, os

⁽¹²⁰⁾ Assume-se que a taxa de desconto é nula.

estados desfavorável e favorável da natureza possíveis são, respectivamente, s_3 e s_4 , com probabilidades de ocorrência associadas p e $1-p$ ⁽¹²¹⁾.

No momento $t=1$ os administradores observam o estado da natureza e decidem aceitar, ou não, o projecto 1. Se o aceitarem, deverão decidir se emitem acções ou recorrem ao autofinanciamento, o que leva o mercado a reagir em função das decisões que são tomadas. No segundo período este raciocínio repete-se, tendo agora em conta que o mercado integra a evolução registada no período precedente. A descrição do modelo, na sua forma mais geral, pode ser representada por uma árvore binomial (Figura 3.2).

Fig. 3.2 – Estratégias de investimento num quadro binomial



Em face do quadro de análise apresentado, o autor discute as diferentes estratégias de financiamento que a empresa pode adoptar em cada um dos períodos — sendo que a adoptada no segundo período é condicionada pela posta em prática no primeiro —, de modo a maximizar a riqueza dos

⁽¹²¹⁾ O valor da empresa no momento t é avaliado tendo em conta o estado da natureza s , ou seja, é igual à capacidade de autofinanciamento disponível, C , acrescida do valor dos seus activos e do VAL dos seus projectos, assumindo estes últimos valores diferentes, consoante o estado da natureza considerado.

accionistas existentes. Conclui que num contexto multiperiódico — onde a arbitragem é feita entre as vantagens e os inconvenientes do momento presente, contra as antecipadas em períodos futuros — a hipótese da *pecking order*, tal como é defendida por Myers e Majluf (1984), pode ser posta em causa pelas diferenças nas assimetrias de informação nos diferentes momentos: presente, futuro e inter-temporal. Nas palavras de Viswanath (1993, p. 229), «in fact, whenever the potential loss of future projects (because of unacceptable dilution resulting from issuing risky securities to finance them) is too great, the manager may opt to issue a risky security to finance a current investment, even though he may have the option of using cash or issuing a less risky security (such as debt)».

O autor realça ainda que, à luz do seu modelo, as empresas tendem sempre a preservar no presente uma margem de segurança para financiarem oportunidades de investimento futuras. Considerando as decisões relativas à escolha das fontes de financiamento, conjuntamente com a política de dividendos, o modelo encontra-se, assim, em clara sintonia com a percepção de Myers (1984): as empresas que antecipam oportunidades de investimento favoráveis no futuro, tendem a distribuir menos resultados no presente.

3.5.3. Evidência empírica

3.5.3.1. Testes directos às previsões da hipótese da *pecking order*

Apesar de alguns trabalhos lançarem dúvidas, no plano teórico, sobre a hipótese da *pecking order*, considerando-a uma perspectiva não definitiva, os estudos empíricos levados a cabo em diferentes países, durante as últimas décadas, têm-lhe fornecido um amplo apoio. Num primeiro grupo, recordem-se aqueles que têm notado que a emissão de dívida, para financiar novas oportunidades de investimento, parece não transmitir um sinal negativo aos investidores externos — ao contrário do que acontece com a emissão de

acções — ou, quando muito, transmite uma ligeira desilusão. Num segundo grupo, sublinhem-se os estudos que têm analisado empiricamente a relação entre o endividamento e a rendibilidade da empresa — concluindo, no geral, que existe uma relação inversa entre as duas variáveis, ao contrário do que era suposto pelos modelos baseados num *tradeoff* entre os benefícios fiscais e os custos de insolvência financeira⁽¹²²⁾ —, bem como os que têm procurado testar directamente a hipótese da *pecking order*, seguindo diferentes metodologias.

Uma vez que relativamente ao primeiro grupo de trabalhos já tivemos oportunidade de nos referir numa das secções anteriores, concentrar-nos-emos agora nos estudos que têm procurado testar directamente a hipótese da *pecking order*.

Como um dos primeiros trabalhos neste domínio refira-se o de Chudson (1945) — citado em Baskin (1989) — onde, utilizando dados referentes ao exercício económico de 1937 para uma amostra de empresas americanas, se verificou que, independentemente da dimensão e do sector de actividade, as empresas mais rendíveis possuem um menor rácio de endividamento.

Porém, é Baskin (1989) quem, pela primeira vez, procura testar de perto a hipótese da *pecking order*, ao analisar o efeito da rendibilidade, do crescimento e da política de dividendos das empresas sobre os seus rácios de endividamento. Recorrendo a uma amostra de 378 empresas norte-americanas, retirada das 500 maiores (*Fortune 500*), e tendo por base o período compreendido entre 1960 e 1972, o autor começou por estudar o efeito da rendibilidade e do crescimento sobre os rácios de endividamento, servindo-se de um modelo de regressão linear. Estimado o modelo, os resultados

⁽¹²²⁾ Nesta linha, entre os trabalhos mais recentes, vide Thies e Klock (1992), Jensen *et al.* (1992), Chen e Steiner (1999), Crutchley *et al.* (1999) e Ghosh *et al.* (2000) — no contexto das empresas americanas; Francis (1998) — no contexto das empresas canadianas; Biais *et al.* (1994) e Ly (1998 e 1999) — no contexto das empresas francesas; Santana *et al.* (2002) — no contexto das empresas espanholas; Augusto (1996), Gama (2000) e Esperança e Gama (2002) — no contexto das empresas portuguesas e, ainda, Kester (1986), Rajan e Zingales (1995), Fontaine e Njiokou (1996), Wald (1999) e Booth *et al.* (2001) — no domínio das comparações internacionais.

mostraram que: (i) a relação entre a rendibilidade e o endividamento é significativamente negativa, quer no curto, quer no longo prazo, e (ii) a relação entre o endividamento e a taxa de crescimento é significativamente positiva. Estes resultados, como sublinha o autor, encontram-se em clara sintonia com a hipótese da *pecking order* e questionam a teoria estática que defende a existência de uma estrutura óptima do capital.

Para testar o efeito da política de dividendos sobre os rácios de endividamento, Baskin introduziu no seu modelo os lucros distribuídos no passado (primeiro os de 1960 e depois os de 1965), obtendo, em ambos os casos, coeficientes significativamente positivos para a variável dividendos, mantendo-se o sinal e a significância estatística dos coeficientes para as variáveis crescimento e rendibilidade. Estes resultados não sofreram alterações dignas de registo quando mais tarde foram incluídas no modelo 19 variáveis fictícias para controlar o «efeito indústria», ou seja, a variação dos rácios de endividamento intra-indústria não se mostrou claramente mais pequena do que aquela que ocorre entre as empresas pertencentes a indústrias diferentes.

Os resultados agora alcançados mostram-se, uma vez mais, de acordo com a hipótese da *pecking order* pois, segundo esta hipótese, a política de dividendos seguida no passado tende a exercer um efeito significativo na estrutura de financiamento presente. Tal acontece, recorde-se, porque a distribuição de dividendos, ao limitar a capacidade de autofinanciamento, obriga a empresa a recorrer ao financiamento externo para financiar as suas oportunidades de investimento e, como a informação assimétrica impõe limitações à colocação de novas acções, tende a incentivar o recurso ao endividamento⁽¹²³⁾.

(123) A motivar este comportamento note-se, ainda, o vínculo, em relação à política de dividendos seguida no passado, a que as empresas parecem estar sujeitas (dado o conteúdo informacional que uma alteração brusca dos dividendos possui), como é evidenciado empiricamente pela elevada correlação positiva encontrada entre as séries dos rácios dividendos/capital ao longo dos anos.

Por fim, com o objectivo de testar a hipótese que sustenta que as empresas tendem a manter taxas de crescimento que sejam compatíveis com a sua capacidade de reter resultados, efectuou uma outra regressão. Nesta, a variável a explicar é a taxa de crescimento do capital investido em 1972 relativamente a 1965, e as variáveis explicativas são: a rendibilidade do activo em 1972, 1970 e 1965, os dividendos distribuídos em 1960 e 1965, e ainda outras variáveis, com o propósito de controlar outros factores que hipoteticamente também podem influenciar o investimento, tais como a dimensão, a especialização e o endividamento acumulado. Os resultados das regressões efectuadas mostraram que é notório o efeito negativo dos dividendos distribuídos, bem como o efeito positivo da rendibilidade passada, sobre o investimento de anos futuros.

Em face do conjunto de resultados obtidos, Baskin conclui que a estrutura do capital aparece como algo passivamente determinado pela necessidade de recursos para investir, onde o peso do endividamento varia na razão inversa da rendibilidade e na razão directa do crescimento, indiferente à existência ou não de uma estrutura óptima de financiamento⁽¹²⁴⁾.

Allen (1993), seguindo a metodologia de Baskin e utilizando informação referente ao período compreendido entre 1954 e 1982, para uma amostra de 89 empresas industriais e comerciais australianas, mostra também que o rácio de endividamento varia inversamente com a rendibilidade passada e

⁽¹²⁴⁾ Helwege e Liang (1996), ao analisarem as opções, em termos de fontes de financiamento, durante o período compreendido entre 1984 e 1992, de uma amostra de empresas norte-americanas, não financeiras, que efectuaram uma dispersão do seu capital em 1983 através de uma oferta pública de venda (*Initial Public Offering*), obtiveram, ao contrário de Baskin (1989), resultados que lançam fortes dúvidas relativamente à hipótese da *pecking order*, pois a probabilidade de as empresas estudadas recorrerem ao financiamento externo não se mostrou condicionada pela sua capacidade de autofinanciamento. Segundo os autores, os resultados obtidos «...as evidence against the pecking order theory and consistent with the optimal capital structure model in which at least some firms raise external financing in the absence of deficit to reach a target capital structure» (p. 457). Todavia, como é sublinhado por Waston e Wilson (2002, p. 562), importa notar que esta conclusão é obtida tendo por base uma amostra de empresas relativamente às quais as assimetrias de informação são menos severas, dado o processo a que estiveram sujeitas.

positivamente com a taxa de crescimento. No entanto, afasta-se de Baskin no que respeita à relação entre o rácio de endividamento actual e os dividendos distribuídos no passado. Enquanto Baskin observou, como vimos, que as empresas que distribuíram dividendos elevados em 1965 acumularam um endividamento significativo em 1972, Allen encontrou uma relação inversa entre as duas variáveis.

Na senda dos estudos anteriores, Babu e Jain (1998) recorreram a um inquérito para estudarem as práticas dos gestores financeiros das empresas de capitais privados indianas no que se refere às decisões de estrutura do capital, em geral, e testarem a hipótese da *pecking order*, em particular. Tendo em conta este último objectivo, os autores pediram aos gestores financeiros que ordenassem, tendo em conta as suas preferências, um conjunto de nove fontes de financiamento, onde se incluía a retenção de resultados, o endividamento junto de instituições financeiras de desenvolvimento, os empréstimos bancários, os empréstimos obrigacionistas e a emissão de novas acções. A análise das 91 respostas obtidas evidenciou uma hierarquia clara aquando da escolha de fontes de financiamento. A retenção de resultados revelou-se, de uma forma destacada, a primeira escolha (média ponderada de 8,25⁽¹²⁵⁾). Em segundo lugar, com uma média ponderada de 6,66, surge o endividamento junto das instituições financeiras de desenvolvimento. Como última preferência, com uma média ponderada de 2,54, é identificada a emissão de novas acções. Em posições intermédias aparecem fontes de financiamento como os empréstimos bancários e os empréstimos obrigacionistas, com médias ponderadas de 5,59 e 4,17, respectivamente. Estes resultados, como é sublinhado pelos autores, são amplamente consistentes com a hipótese da *pecking order*.

⁽¹²⁵⁾ Média ponderada em que se atribuiu peso 9 à percentagem de respostas que consideraram a opção como primeira preferência, peso 8 à percentagem de respostas que consideraram a opção como segunda preferência, ... e peso 1 à percentagem de respostas que consideraram a opção em nona preferência.

Os estudos anteriores procuraram testar a hipótese da *pecking order* no contexto das empresas de grande dimensão, cujo capital se encontra cotado nos mercados financeiros. Porém, Cosh e Hughes (1994) — citados em Howorth (2001) — enfatizam que aquela hipótese de comportamento pode ser aplicada às PME's, não cotadas, por duas razões fundamentais: por um lado, pelo facto de serem empresas de capital fechado, além de verem o seu acesso ao mercado de capitais fortemente restringido, revelam grande resistência à emissão de capital próprio fresco; por outro, são aquelas que se defrontam com maiores problemas de assimetrias de informação. Nesta linha, trabalhos empíricos recentes, como os de Chua e Woodward (1993), Jordan *et al.* (1998), Howorth (2001) e Waston e Wilson (2002), têm procurado testar, em diferentes contextos e através de diferentes metodologias, se a hipótese da *pecking order* descreve o comportamento das PME's aquando da procura de fontes de financiamento.

Chua e Woodward (1993), utilizando um modelo de regressão linear e uma amostra de 43 empresas canadianas não cotadas, obtêm resultados que apontam no sentido de a hipótese da *pecking order* constituir uma boa descrição da estrutura do capital daquelas empresas. De acordo com as previsões daquela hipótese, os fundos gerados internamente revelaram-se preferidos ao financiamento externo e a liquidez da empresa assumiu-se como uma importante determinante da estrutura do seu endividamento. Paralelamente, os resultados obtidos mostraram, ainda, que apesar de existirem outros factores para além dos considerados (fundos gerados internamente, fundos externos requeridos e liquidez) que afectam a estrutura do capital das empresas não cotadas, não se pode negar a sua maior relutância em emitir capital próprio fresco.

Howorth (2001), procedeu a uma análise das preferências dos gestores, aquando da procura de fontes de financiamento, de 13 PME's do Reino Unido, bastante heterogéneas no que refere ao sector em que se inserem e à situação de crescimento. Relativamente a cada empresa, para além de se

efectuarem entrevistas detalhadas com os responsáveis pela condução dos destinos da empresa, foi recolhido um conjunto de informações onde se englobam as características financeiras e de mercado, assim como os relatórios de gestão. As conclusões a que o autor foi conduzido nos 13 estudos de caso fornecem, como é concluído pelo próprio, um forte suporte à hipótese da *pecking order*. A retenção de resultados gerados foi a primeira fonte de financiamento apontada em todos os casos, excepto num, onde os subsídios governamentais assumem o primeiro lugar. O crédito dos sócios é apontado como a segunda opção, na grande maioria dos casos, alternado com o financiamento através de *leasing* ou crédito bancário de curto prazo⁽¹²⁶⁾. O endividamento a longo prazo surge, apenas, depois de esgotadas as fontes de financiamento anteriores, afirmando mesmo algumas empresas que não o utilizam. No que se refere à emissão de capital próprio, as empresas que admitem recorrer a esta fonte de financiamento sublinham que só o farão em última opção. Em face destes resultados o autor conclui que, no caso das PME's, a hipótese da *pecking order* é truncada no ponto em que as empresas recorrem ao endividamento a longo prazo, dado que as preferências dos gestores de topo aquando da procura de fontes de financiamento, em geral, e as restrições no acesso a certas fontes de financiamento, em particular, levam as PME's a restringirem o seu crescimento nas situações em que é necessário emitirem capital próprio, a colocar à subscrição junto de novos accionistas, para o financiarem⁽¹²⁷⁾.

⁽¹²⁶⁾ Segundo o autor, esta diferente hierarquia das fontes de financiamento utilizadas deve-se à discrepância da riqueza pessoal dos sócios das empresas analisadas.

⁽¹²⁷⁾ Nesta linha, Holmes e Kent (1991), ao compararem a estrutura de financiamento das PME's da indústria transformadora australiana com a das empresas de grande dimensão da mesma indústria, concluem que as PME's parecem fazer face a uma versão mais extrema da hipótese da *pecking order*, denominada pelos autores por «*constrained POT*», pois a emissão de capital próprio não constitui, na prática, uma opção de financiamento para as PME's. Porém, Chittenden *et al.* (1996), ao analisarem a estrutura de financiamento de uma amostra de PME's do Reino Unido (onde se incluem empresas cotadas e não cotadas), tendo em conta o seu crescimento, concluem que a maior confiança nos fundos gerados internamente, através de resultados retidos e amortizações, dificilmente constitui o principal constrangimento ao crescimento das PME's não cotadas.

Jordan *et al.* (1998), seguindo uma metodologia diferente e considerando uma amostra mais ampla de PME's do Reino Unido, para além de obterem resultados consistentes com a hipótese da *pecking order*, confirmam a importância do crédito dos sócios e apoiam a possibilidade desta forma de financiamento — depois de esgotada a capacidade de reter resultados — contribuir para a melhoria da performance das PME's. Paralelamente, confirmam a dificuldade destas empresas em acederem ao mercado de financiamento e a sua preocupação em salvaguardar esta possibilidade; o mesmo é dizer que as PME's procuram salvaguardar a sua capacidade de endividamento mantendo o seu rácio de endividamento num intervalo que o mercado julgue um limite prudente.

Continuando no contexto das PME's do Reino Unido, Waston e Wilson (2002) realçam que o teste empírico directo à hipótese da *pecking order* requer uma distinção mais aprofundada entre as diferentes fontes de financiamento do que aquela que é admitida no modelo de Jordan *et al.* (1998), onde se consideram como variáveis dependentes os rácios endividamento sobre o capital próprio e endividamento sobre o total dos activos, isoladamente. Por outro lado, os autores realçam a dificuldade em se distinguir de forma clara se as empresas se comportam, aquando da escolha das suas fontes de financiamento, de acordo com a hipótese da *pecking order* ou de acordo com os modelos que sustentam um equilíbrio entre os custos e os benefícios de fontes de financiamento alternativas. Com o intuito de mitigar estas potenciais interferências no verdadeiro alcance da hipótese da *pecking order*, Waston e Wilson (2002) propõem duas formas de análise. Primeiro, analisam a variação actual em cada uma das maiores categorias de financiamento, decompondo-a em variação 'esperada' e 'não esperada', tomando como critério o crescimento esperado⁽¹²⁸⁾. Por exemplo, no caso

(128) Após esta decomposição, as variações médias 'não esperadas' das principais fontes de financiamento são analisadas e comparadas, prevendo os autores que estas são consistentes com a hipótese da *pecking order* se (p. 564):

do endividamento total a sua variação actual, relativamente ao total do activo, é decomposta da seguinte forma:

165

$$\frac{D_t - D_{t-1}}{TA_{t-1}} = g \frac{D_{t-1}}{TA_{t-1}} + \left(\frac{D_t - D_{t-1}}{TA_{t-1}} - g \frac{D_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) \quad (3.11)$$

onde, D_t e D_{t-1} representam o endividamento total no período t e $t-1$, respectivamente; TA_t e TA_{t-1} o total do activo nos mesmos períodos e g a taxa de crescimento do total do activo entre os dois períodos ($g=(TA_t-TA_{t-1})/TA_{t-1}$).

Após esta primeira etapa, procedem a uma análise de regressão onde a variável dependente é a taxa de crescimento de cada empresa, em cada um dos períodos, e as variáveis independentes são as variações relativas das principais categorias de financiamento utilizadas. Isto é, o modelo admite a seguinte formulação matemática⁽¹²⁹⁾:

$$\frac{TA_{it} - TA_{it-1}}{TA_{it-1}} = a + \beta_1 \frac{P_{it} - Div_{it}}{TA_{it-1}} + \beta_2 \frac{NE_{it}}{TA_{it-1}} + \beta_3 \frac{D_{it} - D_{it-1}}{TA_{it-1}} + \mu_{it} \quad (3.12)$$

(i) a média das variações 'não esperadas' dos resultados retidos é estatisticamente maior do que zero;

(ii) a média das variações 'não esperadas' do endividamento é estatisticamente menor do que a média das variações 'não esperadas' dos resultados retidos;

(iii) a média das variações 'não esperadas' da emissão de capital próprio a subscrever por novos accionistas é estatisticamente menor do que a média das variações 'não esperadas' do endividamento.

⁽¹²⁹⁾ Inicialmente os autores partem de um modelo simplificado que traduz a igualdade entre as origens e as aplicações de fundos, reflectida em cada momento pelo balanço da empresa, isto é:

$$\frac{TA_{it} - TA_{it-1}}{TA_{it-1}} = a + \beta_1 \frac{E_{it} - E_{it-1}}{TA_{it-1}} + \beta_2 \frac{D_{it} - D_{it-1}}{TA_{it-1}} + \mu_{it}$$

Porém, dado que o teste à hipótese da *pecking order* impõe que se desagregue as variações do capital próprio, os autores introduzem no modelo essa decomposição:

$E_{it}=E_{it-1}+P_{it}-Div_{it}+NE_{it}$, onde NE_{it} = capital próprio fresco líquido emitido ao longo do período, P_{it} = resultado que pode ser distribuído aos accionistas, Div_{it} = resultados distribuídos e $E_{it}-E_{it-1}$ = variação do capital próprio ao longo do período t . Dado que $E_{it}-E_{it-1}= P_{it}-Div_{it}+NE_{it}$, substituindo na equação anterior obtem-se o modelo proposto pelos autores.

onde, TA, D, P, Div e NE representam, respectivamente, o total do activo, o endividamento total, os resultados gerados que podem ser distribuídos, a distribuição de dividendos e a emissão líquida de capital próprio fresco. O índice i representa a empresa e t o período.

À luz do modelo formulado, a verificação da hipótese da *pecking order* implica a seguinte ordem de grandeza dos parâmetros a estimar: $\beta_1 > \beta_3 > \beta_2$.

As etapas de análise propostas foram levadas a cabo tendo por base uma amostra de PME's do Reino Unido e o período compreendido entre 1990 e 1994. Numa primeira fase foi considerada a totalidade das empresas da amostra e, numa segunda, duas subamostras que resultaram da partilha da amostra original, tomando-se como critério o facto de a empresa ser ou não gerida por quem detém a maioria do capital. Os resultados obtidos, quando considerada a totalidade das empresas, evidenciam a seguinte hierarquia das fontes de financiamento: retenção de resultados, endividamento e, finalmente, emissão de capital próprio fresco; o mesmo é dizer, situam-se na linha da hipótese da *pecking order*. Estes resultados mantêm-se quando o modelo é estimado em cada uma das subamostras. Porém, uma comparação destes últimos resultados revela que aquela hipótese de comportamento é validada, com maior força, nas empresas cuja gestão é assumida por quem detém a maioria do capital.

Martins (2003) — apesar de não procurar testar a hipótese da *pecking order* em particular, mas sim perceber quais os factores que mais influenciam as escolhas financeiras das PME's industriais portuguesas e quais os assuntos, na área financeira, que mais gostariam de ver investigados pelos académicos — inquiriu as 500 maiores PME's industriais portuguesas localizadas na região centro em 1999, de acordo com a base de dados BELEM do INE (Instituto Nacional de Estatística). Da análise das 156 respostas obtidas (das quais 92 provieram de sociedades anónimas e 64 de sociedades por quotas), o autor concluiu que as suas preferências, no que se refere

aos instrumentos de financiamento a longo prazo, vão, em primeiro lugar, para a retenção dos meios libertos, seguindo-se os empréstimos bancários e o *leasing*. O recurso ao capital de risco, a empréstimos obrigacionistas, bem como à emissão de novas acções (capital), surgem em último lugar da tabela da hierarquia de preferências. A preferência pela retenção de resultados torna-se mais evidente no caso das empresas que assumem a forma jurídica de sociedades por quotas. Paralelamente, as empresas inquiridas revelaram que as variáveis que mais influenciam a escolha da sua estrutura do capital são a taxa de juro, o desejo de preservar o controlo da empresa nas mãos dos sócios (accionistas) existentes e a flexibilidade financeira. Estes resultados, quando conjugados, para além de se encontrarem na linha dos evidenciados pelos estudos que se têm voltado para as PME's do Reino Unido, são igualmente concordantes com a hipótese da *pecking order*.

3.5.3.2. A hipótese da *pecking order* versus abordagens alternativas

A par dos estudos que se têm voltado para o teste empírico directo da hipótese da *pecking order*, têm assumido especial relevância, na literatura empírica mais recente, os trabalhos que põem em confronto aquela hipótese com abordagens alternativas. Estes estudos, ao mesmo tempo que procuram avaliar a validade de cada uma das linhas de abordagem que têm sido desenvolvidas para explicar a estrutura do capital das empresas, têm alertado para o facto de que elas devem ser vistas mais como complementares do que como alternativas.

a) Um comportamento hierárquico ou de convergência?

Claggett (1991) reconcilia a linha de abordagem que sustenta um comportamento hierárquico com a que defende uma convergência da estrutura

do capital da empresa para um rácio de endividamento objectivo⁽¹³⁰⁾. Recorrendo a uma amostra de 253 empresas, distribuídas por 13 sectores, retiradas da base de dados *Compustat*, constatou que a convergência da estrutura do capital (definida pelo quociente entre o endividamento a longo prazo e o total do activo) das empresas, durante o período estudado — 1979-1988 —, para o rácio médio sectorial é estatisticamente significativa, ao nível de significância de 5% em todos os anos, com excepção de 1982, e em todos os sectores, excluindo o do alumínio. Constatou ainda que, no geral, as empresas procedem aos ajustamentos na sua estrutura do capital seguindo a hipótese da *pecking order*, desviando-se dela apenas em períodos de forte agitação. Em face destes resultados, concluiu que, quer as teorias que defendem uma estrutura do capital óptima, para a qual as empresas se tendem a orientar, quer a hipótese da *pecking order*, encontram apoio nas decisões de financiamento adoptadas pelas empresas estudadas. Neste mesmo sentido Vogt (1994), ao retomar o modelo de ajustamento parcial proposto por Jalilvand e Harris (1984), conclui que as empresas ajustam lentamente a sua estrutura do capital a um valor objectivo de longo prazo. Paralelamente, conclui ainda que, quando são necessárias fontes de financiamento para fazer face a oportunidades de investimento, as empresas manifestam um comportamento na linha do postulado pela hipótese da *pecking order*; este comportamento é tanto mais vincado quanto mais fraca é a sua política de dividendos.

⁽¹³⁰⁾ Como é reconhecido pela grande maioria dos autores, o principal problema com que se defrontam os trabalhos que procuram averiguar se as empresas, aquando da escolha das suas fontes de financiamento, se orientam para um rácio de endividamento objectivo, prende-se com o facto de estes valores objectivos não serem observáveis, devendo por isso ser estimados. Em alguns trabalhos, de que são exemplo os de Claggett (1991) e Ghosh e Cai (1999), eles são medidos tendo em conta os valores médios, durante o período do estudo, da indústria ou do sector em que a empresa se insere; em outros (ex. Shyam-Sunder e Myers, 1999) é considerado o valor médio do endividamento da empresa ao longo do período do estudo, ajustado pela sua capitalização bolsista; não faltam ainda especificações alternativas onde o rácio objectivo de endividamento de cada empresa é considerado variável ao longo do tempo, sendo determinado segundo um processo de ajustamento com um período de desfasamento (ex. Jalilvand e Harris, 1984).

Ghosh e Cai (1999) retomam a metodologia de Claggett (1991) e estendem o período de análise (1974-1992), ao mesmo tempo que alargam as medidas da estrutura do capital consideradas e recorrem a uma base de dados diferente — 500 maiores empresas norte-americanas, pertencentes à indústria transformadora, de acordo com a revista *Fortune*. Retendo daquela base uma amostra de 256 empresas repartidas por 21 sectores, obtiveram resultados que se encontram em clara sintonia com os obtidos por Claggett (1991): relativamente a cada empresa, as medidas da estrutura do capital consideradas (endividamento a longo prazo/total do activo, total do endividamento/total do activo e capital próprio/total do activo) mostraram-se, na grande maioria dos anos e dos sectores, convergentes para os rácios médios dos respectivos sectores em que se incluem. Esta convergência processa-se de forma diferente consoante a medida de estrutura do capital considerada: no caso do rácio de endividamento a longo prazo a convergência processa-se por valores superiores, isto é, só as empresas cujo rácio é maior do que a média manifestam tendência a convergirem para aquele valor objectivo; se consideradas as outras medidas de estrutura do capital, a convergência para a média processa-se por valores inferiores. Quando se considerou, como medida de estrutura do capital, o rácio de endividamento a longo prazo, e se analisou mais de perto o processo de convergência, os resultados encontrados revelaram, ainda, que este se processa de acordo com o postulado pela hipótese da *pecking order*⁽¹³¹⁾.

⁽¹³¹⁾ Este conjunto de resultados, além de mostrar que a hipótese da *pecking order* pode explicar os ajustamentos que se realizam ao longo do tempo na estrutura do capital da empresa, revela que ela não é absolutamente incompatível com a existência de um rácio de endividamento objectivo. Nesta linha, vide Goffin (1999, pp. 309-312), onde se mostra a compatibilidade das duas formas de abordagem e os modelos dinâmicos propostos por Fischer *et al.* (1989) e Leland (1994 e 1998) para explicarem a estrutura do capital. Estes modelos, ao introduzirem os custos de transacção, sugerem que as empresas, apesar de se comportarem de acordo com o postulado pela hipótese da *pecking order*, periodicamente reajustam a sua estrutura do capital tendo em conta os seus rácios objectivo de longo prazo onde, na sua fixação, se reflectem os custos e os benefícios do endividamento, de acordo com o sugerido pelos modelos que defendem a existência de uma estrutura óptima do capital.

Na linha do objectivo dos estudos anteriores, mas afastando-se deles em termos metodológicos, Shyam-Sunder e Myers (1999) testaram, com base numa amostra de 157 empresas, durante o período compreendido entre 1971 e 1989, a hipótese da *pecking order versus* os modelos tradicionais (ajustamento a um nível objectivo de endividamento). Os modelos propostos, para testar cada uma das hipóteses de comportamento, foram estimados tendo por base as seguintes fontes de dados: (i) séries reais e (ii) séries simuladas admitindo a hipótese da *pecking order* e um processo de ajustamento a um rácio de endividamento objectivo, sendo este considerado fixo e variável (média móvel de 5 anos).

Os resultados obtidos, quando os modelos propostos foram estimados com base em séries reais, revelaram que, quer o modelo proposto para testar a hipótese da *pecking order*, quer o baseado num processo de ajustamento, apresentam um bom desempenho, sendo no entanto melhor o do primeiro. Quando a estimação é feita com base em dados simulados, o desempenho do modelo que foi proposto para testar a hipótese da *pecking order* sofreu muito pequenas alterações (os coeficientes, bem como a respectiva significância, quase não se alteraram), ao contrário do que aconteceu com o seu rival. Contudo, como é concluído pelos autores, apesar da performance deste último modelo se degradar, ele não é de rejeitar dado que os seus coeficientes permanecem significativos.

Mais recentemente, Hovakimian *et al.* (2001) testaram a hipótese de que as empresas tendem a ajustar a sua estrutura do capital — com o intuito de convergirem para um rácio objectivo de endividamento —, quer quando recorrem à emissão de fontes de financiamento, quer quando procedem à sua amortização (compra de acções próprias ou amortização do endividamento). A metodologia proposta reconhece que o rácio objectivo de endividamento de cada empresa poderá variar ao longo do tempo, pois é considerado uma função das suas características específicas, tais como: rendibilidade, estrutura dos seus activos, dimensão, oportunidades de crescimento futuras e

situação de mercado, no que se refere à cotação dos seus títulos. De acordo com Myers e Majluf (1984), esta especificação permite reconhecer que as alterações na estrutura de activos da empresa e das suas oportunidades de crescimento irão alterar a sua estrutura do capital objectivo. Em particular, as empresas devem usar, em termos relativos, mais endividamento para financiarem os activos tangíveis e mais capital próprio para financiarem as oportunidades de crescimento futuras.

Estimados os rácios objectivo de endividamento, os autores analisaram o comportamento de uma amostra de empresas não financeiras americanas, durante o período compreendido entre 1979 e 1997, considerando uma variedade ampla de instrumentos de financiamento (emissão de acções comuns e preferenciais, endividamento a curto e longo prazos, emissão de obrigações convertíveis, compra de acções próprias e amortização de endividamento).

Os resultados da sua análise revelaram, por um lado, que as empresas mais rendíveis apresentavam, em média, menores rácios de endividamento — consistente com a hipótese da *pecking order* — mas, por outro, também evidenciavam um comportamento, aquando das suas decisões de financiamento, compatível com a hipótese de convergência para um rácio objectivo de endividamento. Mais especificamente, como é concluído pelos autores, as decisões de financiamento das empresas são frequentemente adoptadas com o intuito de compensarem as alterações na sua estrutura do capital, provocadas pelos resultados retidos e perdas acumuladas. Este comportamento é mais evidente quando se impõe a decisão de escolha entre a amortização de dívida ou a compra de acções próprias, do que perante a decisão de emitir novas acções ou dívida, pois as empresas mais rendíveis apresentavam um menor rácio de endividamento, mas também uma maior predisposição para a emissão de dívida do que para a emissão de capital próprio e para a compra de acções próprias em detrimento da amortização da dívida.

A par dos trabalhos que se têm baseado em dados contabilísticos e/ou de mercado, estudos como os de Pinegar e Wilbricht (1989), Norton (1991), Kamath (1997) e Augusto *et al.* (2002) têm-se voltado directamente para a análise das opiniões dos gestores financeiros, com o objectivo de identificarem as suas preferências quando tomam decisões relativas à estrutura do capital, bem como as principais razões que justificam essas preferências. Estes estudos, apesar de se dirigirem a populações-alvo distintas, possuem um traço comum: todos eles se baseiam em informações recolhidas através de inquéritos aos gestores financeiros.

Pinegar e Wilbricht (1989) e Norton (1991) inquiriram os gestores financeiros das empresas constantes das edições de 1987 e 1984 da revista *Fortune* «*Fortune 500*», respectivamente, sendo tratadas, no primeiro trabalho, 176 respostas e, no segundo, 98. Pinegar e Wilbricht concluem que a estrutura do capital é determinada passivamente pela necessidade de recursos externos para financiar o investimento, variando o endividamento inversamente com a rendibilidade e directamente com o crescimento, indiferente à existência de uma estrutura de financiamento óptima. Segundo os autores, a necessidade de manter uma política de dividendos estável e de financiar as oportunidades de investimento leva os gestores financeiros a afastarem-se de uma estrutura do capital óptima previamente definida. Norton (1991), recorrendo à análise factorial, obtém igualmente conclusões que fornecem um claro apoio à hipótese da *pecking order*. Porém, segundo os seus resultados, outros factores afectam as decisões dos gestores relativas à estrutura do capital — alguns dos quais na linha da literatura que defende a hipótese de ajustamento a uma estrutura do capital óptima —, tais como: o desejo de manterem a flexibilidade financeira da empresa, as implicações fiscais e as condições de mercado aquando da tomada da decisão.

Kamath (1997) inquiriu os gestores financeiros das empresas não financeiras incluídas no NYSE em 31 de Dezembro de 1988 (excluindo as que, simultaneamente, constavam na *Fortune 500*), tendo obtido 156 respostas, das quais 14 foram eliminadas por deficiências de preenchimento. Os re-

sultados obtidos, ao mesmo tempo que revelam que os gestores financeiros das empresas estudadas mostram uma maior flexibilidade relativamente às decisões de estrutura do capital do que às que envolvem a política de dividendos e de investimento, evidenciam que as opiniões e práticas daqueles se mostram mais a favor da hipótese da *pecking order* do que de uma estrutura óptima do capital.

Na senda dos trabalhos anteriores, Augusto *et al.* (2002) inquiriram as 500 maiores e melhores empresas não financeiras portuguesas, em 1997, de acordo com a edição da revista Exame «*Exame 500*», obtendo 115 respostas. Apesar de este trabalho ter sido levado a cabo num contexto institucional diferente do dos anteriores, revela conclusões que se situam na mesma linha. Os gestores financeiros das empresas inquiridas, aquando das decisões relativas à estrutura do capital, manifestam um comportamento que se encontra em clara sintonia com a hipótese da *pecking order*, ao mesmo tempo que revelam preocupações em preservar uma estrutura do capital similar à das empresas do seu sector/indústria. Manifestam, assim, um comportamento híbrido no que se refere às duas hipóteses em análise.

b) A hipótese da *pecking order* versus as teses de agência

Como se evidenciou nas secções anteriores, os custos de agência, por um lado, e os que resultam das assimetrias de informação, por outro, foram explorados originariamente de forma separada para explicar as escolhas das empresas relativas à sua estrutura do capital. No entanto, as teorias de agência e de sinalização evidenciam que as decisões relativas à estrutura do capital são função das características específicas de cada empresa (estrutura de activos, dimensão, risco de negócio, rendibilidade, estrutura de propriedade, etc.), bem como da sua política de dividendos, sendo esta, por sua vez, também função daquelas características e das decisões relativas à estrutura do capital. Como as características específicas de cada empresa são interdependentes entre si, os trabalhos empíricos devem ser

estruturados tendo em conta essa interdependência, por forma a evitarem-se inferências de causalidade incorrectas quando as diferentes variáveis em análise possuem determinantes comuns. Nesta linha, Jensen *et al.* (1992) propõem um sistema de três equações simultâneas, onde se procura explicar a estrutura de propriedade, a política de distribuição de resultados e de endividamento.

Aquele sistema de equações foi estimado em dois períodos distintos, 1982 e 1987, em ambos os casos com base numa amostra de empresas norte-americanas não financeiras e de capitais privados, compreendendo aquela 565 empresas, no primeiro ano, e 632, no segundo. Os resultados obtidos corroboram a hipótese da *pecking order* pois, quando conjugados, apontam no sentido de que o nível de endividamento e a política de dividendos de cada empresa são determinados em função da sua capacidade de gerar e reter resultados. Porém, a hipótese da *pecking order* não fornece uma explicação completa das decisões financeiras em análise. Os coeficientes, estatisticamente significativos, das variáveis, proporção dos activos tangíveis, despesas em I&D, percentagem do capital detido pelos administradores e risco de negócio, na equação do endividamento, são indicativos, como reconhecem os autores, de que os custos de insolvência e de agência desempenham um papel importante aquando da escolha de fontes de financiamento.

Na linha do estudo de Jensen *et al.* (1992), Crutchley *et al.* (1999) propõem, igualmente, um modelo baseado num sistema de equações simultâneas, onde as variáveis a explicar são aquelas que habitualmente são consideradas enquanto mecanismos para atenuarem os custos de agência. O modelo proposto retém as variáveis a explicar de Jensen *et al.* (1992) e acrescenta uma nova: investidores institucionais⁽¹³²⁾.

⁽¹³²⁾ Esta variável (medida pela proporção do capital da empresa detido pelos investidores institucionais, ex: fundos de pensões e de investimento) foi incluída no modelo — enquanto mecanismo de controlo dos custos de agência, alternativo à política de dividendos, estrutura do capital e percentagem do capital detido pelos administradores — por virtude do papel de acompanhamento que os investidores institucionais desempenham nas grandes empresas,

O modelo foi estimado em dois períodos distintos, 1987 e 1993, com base numa amostra de 812 e 849 empresas industriais norte-americanas, respectivamente. Relativamente a cada um dos períodos foram considerados dados médios dos três anos anteriores, isto é, por exemplo, relativamente a 1987 foram considerados, referentes a cada empresa, dados de 1985, 1986 e 1987.

Os resultados obtidos, ao mesmo tempo que sustentam a importância dos custos de agência na determinação da estrutura do capital e da política de dividendos, revelam também, em 1993, a possibilidade de substituição dos quatro mecanismos estudados que podem ser utilizados para o seu controlo, ao evidenciarem uma relação negativa, estatisticamente significativa, entre si. No que se refere a 1987, esta característica foi posta em causa, nomeadamente no que respeita ao mecanismo «percentagem do capital detido por investidores institucionais».

Paralelamente, os coeficientes das variáveis risco de negócio, rentabilidade operacional e despesas em I&D (ao revelarem-se negativos, em ambos os períodos, na equação do endividamento), e o da variável activos tangíveis (ao revelar-se positivo na mesma equação e nos dois períodos), são indicativos de que, quer a hipótese da *pecking order*, quer os modelos que defendem um equilíbrio entre os custos de insolvência e os benefícios fiscais do endividamento, não devem ser postos de parte.

Continuando no quadro da teoria de agência, Chen e Steiner (1999) recorreram, também, a um sistema de equações simultâneas, não lineares, para estudarem a interdependência entre o risco total assumido, a percentagem do capital detido pelos administradores, a política de dividendos e de endividamento. Tendo por base uma amostra de 785 empresas norte-americanas e informação referente a 1994, obtiveram resultados que corroboram as

como tem sido evidenciado por diferentes estudos empíricos. Para uma inventariação destes estudos, vide Crutchley *et al.* (1999, p. 182).

hipóteses da importância dos custos de agência na explicação de cada uma das variáveis estudadas e da possibilidade de substituição dos mecanismos que podem ser utilizados para a sua minimização. Mais precisamente, os resultados obtidos suportam os argumentos de que a maior proporção do capital detido pelos administradores (*managerial ownership*) contribui para a resolução dos conflitos de interesses entre estes e os accionistas externos à direcção da empresa, mas incrementa os conflitos de interesses entre accionistas e credores. A influência da variável «risco» na variável «*managerial ownership*» suporta a hipótese de que, para pequenos níveis de risco, aquele mecanismo de controlo exerce um efeito positivo na atenuação dos custos de agência, motivados pelos conflitos de interesses entre os accionistas externos e internos à administração da empresa. Por outro lado, para níveis de risco elevados, a aversão ao risco por parte dos administradores limita a sua vontade de reforçar a sua participação nas fontes de financiamento da empresa, ao mesmo tempo que os leva a adoptar estratégias de maior risco. Estes comportamentos, quando conjugados, incrementam os conflitos de interesses entre accionistas e credores e, conseqüentemente, os custos de agência que daí resultam. O papel do *managerial ownership*, na atenuação dos custos de agência totais, apresenta-se assim limitado. Porém, segundo os autores, as suas limitações são mitigadas pela importância que assumem as políticas de dividendos e de endividamento, enquanto mecanismos alternativos/complementares que podem ser utilizados para controlar aqueles custos.

Os resultados obtidos, quando analisados mais de perto, evidenciaram, ainda, efeitos negativos (estatisticamente significativos, ao nível de significância de 1%) das variáveis «proporção das despesas em I&D no total do activo», «risco» e «rendibilidade do activo», na medida de estrutura do capital considerada (quociente entre o endividamento a longo prazo e o capital próprio) e um efeito positivo da variável «valor colateral dos activos», na mesma medida de estrutura do capital. Estes resultados encontram-se em clara sintonia com a hipótese da *pecking order*.

Ao contrário dos estudos anteriores, que procuraram testar, fundamentalmente, as hipóteses da substituibilidade/complementaridade dos mecanismos que podem ser utilizados para minimizar os custos de agência totais, relegando a hipótese da *pecking order* para segundo plano, Adedeji (1998) volta-se, essencialmente, para o teste desta última hipótese, recorrendo igualmente a um modelo de equações simultâneas. O modelo proposto procurou analisar a interdependência entre as decisões de investimento, dividendos e endividamento, ao considerar cada uma destas variáveis função das restantes e de um conjunto de variáveis de controlo.

A estimação do modelo proposto, com base numa amostra de 224 empresas do Reino Unido, relativamente às quais foi recolhida informação no período compreendido entre 1993 e 1996, revelou, no essencial: (i) uma interacção negativa entre o rácio de distribuição de resultados e o investimento e uma interacção positiva entre o rácio de distribuição de resultados e o rácio de endividamento; (ii) que o investimento exerce um efeito positivo no rácio de endividamento, mas o efeito contrário não se mostrou significativo; (iii) um efeito significativo das variáveis exógenas despesas em I&D, endividamento médio das empresas do sector/indústria e valor colateral dos activos, no rácio de endividamento e um efeito não significativo da rendibilidade na mesma variável e (iv) um efeito significativo das variáveis exógenas oportunidades de crescimento e dimensão, no investimento. Estes resultados, como sublinha Strong (1998, p. 1158), fornecem um suporte ambíguo à hipótese da *pecking order*. Por um lado, os efeitos, negativo da distribuição de resultados no investimento e positivo desta última variável no endividamento, corroboram a hipótese da *pecking order*; por outro, o efeito não significativo da variável exógena rendibilidade no endividamento lança dúvidas acerca da mesma hipótese. Paralelamente, os resultados obtidos põem em causa a hipótese da substituibilidade dos mecanismos de controlo dos custos de agência do capital próprio, no contexto das empresas do Reino Unido, pois ao evidenciarem uma relação

positiva entre o rácio de endividamento e de distribuição de resultados, mostram-se contrários àquela hipótese⁽¹³³⁾.

3.6. Conclusão

Num mercado em que existem assimetrias de informação entre *insiders* e *outsiders*, a literatura é unânime ao considerar que as decisões financeiras, em geral, e as relativas à estrutura do capital, em particular, são seguidas com especial atenção por parte daqueles que se encontram numa posição desvantajosa, relativamente à informação que possuem. Assim, as decisões relativas à estrutura do capital das empresas, para além de serem motivadas por razões de gestão, não podem ignorar o impacto que possuem nos mercados financeiros.

Neste sentido, um grupo de trabalhos tem procurado, por um lado, modelizar o sinal que as decisões relativas à estrutura do capital transmitem ao mercado acerca da qualidade da empresa e dos seus projectos e, por outro, analisar empiricamente a reacção do mercado face à emissão de diferentes fontes de financiamento. No que se refere ao primeiro aspecto, a modelização iniciada por Ross (1977) e Leland e Pyle (1977) colocou em evidência que o recurso ao endividamento transmite um sinal positivo ao mercado, ao mesmo tempo que concluiu que a propensão dos administra-

⁽¹³³⁾ Embora tendo por base um quadro de análise diferente, Griner e Gordon (1995), ao estudarem a associação entre as despesas de capital de uma amostra de empresas americanas e o capital detido pelos seus administradores em quatro anos consecutivos (1985 a 1988), constatam que, depois de controladas as outras determinantes das despesas de capital, ela não existe em nenhum dos períodos. Este resultado, segundo os autores, não suporta a associação inversa defendida pela teoria de agência, o mesmo é dizer, não suporta a hipótese da substituíbilidade dos mecanismos de controlo dos custos de agência do capital próprio.

Nesta linha, Noronha *et al.* (1996) advertem que, em determinados momentos da vida da empresa, as necessidades de fontes de financiamento, para financiarem o seu crescimento, e as suas preocupações com os sinais transmitidos ao mercado, através da sua emissão e da alteração da sua política de dividendos, podem fazer com que a empresa se afaste da política de dividendos e do rácio de endividamento que minimizam os seus custos de agência.

dores (melhor informados do que os investidores em geral) para recorrerem ao endividamento é tanto maior quanto maior é a qualidade das suas empresas e dos seus projectos.

No campo da investigação empírica, a revisão dos trabalhos que têm analisado a reacção do mercado face à emissão de diferentes fontes de financiamento, em diferentes contextos, revela que as suas conclusões, embora não sejam absolutamente consensuais, apresentam as seguintes tendências: por um lado, uma reacção negativa face à emissão de novas acções e uma reacção menos negativa, e não raras vezes positiva, face à emissão de títulos da dívida. Contudo, a par destas tendências gerais, são de realçar as conclusões de alguns trabalhos empíricos (ex. Kato e Schallheim, 1992; Hertz e Smith, 1993 e Denis, 1994), onde se evidencia que o mercado acolhe favoravelmente a emissão de novas acções, nomeadamente quando provêm de empresas que possuem elevadas oportunidades de crescimento ou, ainda, quando o anúncio da emissão se encontra associado a mecanismos que sinalizam ao mercado a qualidade da empresa emitente, bem como dos projectos a financiar. Para justificar este comportamento do mercado, face à emissão de diferentes fontes de financiamento, têm sido evocados diferentes tipos de motivos, sendo os mais frequentes a racionalidade dos investidores, o efeito preço, a tese de expropriação de riqueza dos accionistas e, ainda que marginalmente, o efeito fiscal.

Paralelamente, a literatura existente tem-se interrogado, ainda, sobre o papel do endividamento bancário *versus* a emissão de dívida directa no financiamento das sociedades, num contexto de informação assimétrica. Neste campo, a investigação tem justificado a preferência pelo endividamento bancário apoiando-se, quer na superioridade de que gozam os bancos, relativamente a outros financiadores, no que se refere à recolha e tratamento de informação — superioridade que se reveste de especial importância, nomeadamente para as PME's, quando as assimetrias de informação são especialmente fortes —, quer nos factores que diferenciam os dois tipos de

financiamento. Entre estes factores, os mais frequentemente apontados são: os custos de emissão, a qualidade dos projectos a financiar, a reputação do devedor, as perspectivas da empresa em termos de rendimentos futuros e a facilidade com que os contratos podem ser renegociados.

Em face dos resultados a que nos referimos nos parágrafos anteriores, facilmente se percebe agora a observação pioneira de Donaldson (1961): as empresas tendem a seguir uma hierarquia de preferências, aquando da escolha das fontes de financiamento. Em particular, as empresas preferem financiar-se com fundos gerados internamente (autofinanciamento) e, sempre que estes se mostrem insuficientes, para financiarem o seu crescimento, emitem títulos, começando pelos títulos da dívida, obrigações convertíveis, ..., recorrendo apenas em última instância à emissão de novas acções. Esta hipótese de comportamento é habitualmente designada na literatura por «*pecking order hypothesis*». Embora possa encontrar fundamento nos custos de emissão e em considerações de ordem fiscal, ela apenas vem a ganhar suporte teórico com o trabalho de Myers e Majluf (1984), cuja principal base assenta na consideração e compreensão de mercados onde a informação é assimétrica. Contudo, desenvolvimentos posteriores ao trabalho de Myers e Majluf, levados a cabo por Brennan e Kraus (1987), Noe (1988), Cooney e Kalay (1993), Viswanath (1993), Marsden (1996), entre outros, ao mesmo tempo que levantam objecções à hipótese da *pecking order*, enriquecem-na em muitas das suas vertentes.

Brennan e Kraus (1987) demonstraram que as empresas não manifestam, necessariamente, uma preferência pelo endividamento, relativamente à emissão de novas acções, se se enriquecer o conjunto de estratégias de financiamento pelas quais podem optar para financiarem um novo projecto. Neste mesmo sentido, Noe (1988), ao modelizar, através de um jogo sequencial de sinalização, a escolha entre o recurso ao endividamento e a emissão de novas acções, face a uma oportunidade de investimento que se torna necessário financiar, conclui que a preferência pelo endividamento

não é absoluta, num contexto em que existem assimetrias de informação. Por seu turno, Cooney e Kalay (1993), primeiro, e Marsden (1996), depois, ao abandonarem a hipótese assumida por Myers e Majluf, segundo a qual o VAL dos projectos a financiar é sempre positivo ou nulo, explicitaram situações de equilíbrio em que a decisão de aceitar o projecto e a de emitir acções para o financiar, terá um efeito positivo sobre a sua cotação. Estes trabalhos evidenciaram que a reacção da cotação das acções, face a uma nova emissão, para além de ser condicionada, em parte, pela qualidade da empresa emitente, é também influenciada pelo nível de participação dos accionistas existentes na subscrição das novas acções emitidas. Viswanath (1993), seguindo uma linha de abordagem diferente, desenvolveu um modelo dinâmico de financiamento, onde se mostra, também, que a empresa, face a um projecto rendível, tem interesse, em determinadas situações, em emitir novas acções para o financiar. Segundo o seu modelo, esta situação ocorre dado que a estratégia a adoptar no futuro é condicionada pela adoptada no período presente, sendo que cada uma delas é influenciada, quer pelos diferentes estados da natureza, quer pelas assimetrias de informação no momento presente, futuro e inter-temporal.

Apesar das objecções de que é alvo no campo teórico, a hipótese da *pecking order* tem granjeado um amplo consenso no domínio empírico, quer por parte dos estudos que têm analisado a reacção do mercado face à emissão de diferentes fontes de financiamento, quer por aqueles que se têm voltado para o seu teste directo, quer, ainda, por parte dos trabalhos que a têm colocado em confronto com explicações alternativas da estrutura do capital das empresas. Esta hipótese de comportamento, para além de ser corroborada no contexto das grandes empresas, segundo a investigação empírica recente, assume especial relevância no caso das PME's, pois é nestas empresas que as assimetrias de informação são, vulgarmente, mais intensas.

(Página deixada propositadamente em branco)

CAPÍTULO 4

OUTRAS LINHAS DE ABORDAGEM

4.1. Introdução

Embora as linhas de abordagem a que nos referimos nos capítulos anteriores sejam, indiscutivelmente, aquelas que têm merecido uma maior atenção por parte da literatura existente, não esgotam o esforço que tem sido desenvolvido no sentido de se compreender, cabalmente, as opções de financiamento das empresas. Outros esforços de modelização têm surgido: (i) quer revestindo a forma de uma extensão das linhas de abordagem atrás referidas, (ii) quer, ainda, como consequência de novos fenómenos que, entretanto, vão assumindo particular relevância nas diferentes economias. Neste sentido, merecem aqui uma referência, ainda que sucinta, os modelos que se têm baseado em argumentos de natureza comercial e os que têm explorado as variações da estrutura do capital da empresa, face à necessidade de preservar o seu controlo.

4.2. Modelos baseados em argumentos de natureza comercial

Este tipo de modelos, desenvolvidos no contexto da teoria da organização industrial, constitui uma extensão das correntes de abordagem que defendem um *tradeoff* entre os custos e os benefícios do endividamento,

aquando das decisões relativas à estrutura do capital, explorando-se agora a interacção entre a estratégia de mercado seguida pela empresa e a sua estrutura do capital, bem como a relação entre esta e as características dos seus *inputs/outputs*. Neste contexto, as diferentes posições teóricas existentes têm procurado dar resposta a questões diversas. Entre estas, são aqui de destacar aquelas que têm merecido uma maior atenção por parte da literatura, a saber: (i) o modo como os níveis de endividamento da empresa podem afectar o seu comportamento e o das suas concorrentes, nomeadamente no que respeita às decisões estratégicas no mercado do produto; (ii) o modo como o endividamento da empresa pode ser usado enquanto barreira à entrada no mercado do produto e (iii) de que forma as características dos produtos (serviços) produzidos (prestados) pela empresa, bem como as dos seus *inputs*, podem influenciar as decisões relativas à sua estrutura do capital⁽¹³⁴⁾.

Na linha da primeira questão são de realçar, desde logo, as proposições estabelecidas no trabalho pioneiro de Brander e Lewis (1986). Tendo por base um conjunto de pressupostos — i) mercado de duopólio, isto é, onde existem apenas duas empresas em concorrência directa; ii) ambas as empresas possuem curvas de procura lineares e os seus resultados são incertos; iii) as decisões de investimento antecedem as de financiamento e iv) existem conflitos de interesses entre accionistas e credores e, consequentemente, custos de agência —, os autores desenvolvem um modelo onde se estabelece uma ligação entre os níveis de endividamento das empresas e as suas decisões relativas ao volume de produção e se demonstra que o acréscimo do rácio de endividamento constitui um incentivo para que as empresas, sujeitas a alguma incerteza do mercado do produto, acresçam a sua produção (e, consequentemente, a sua quota de mercado), em des-

⁽¹³⁴⁾ Tendo por base estas linhas de investigação alguns autores, de que são exemplo Barton e Gordon (1988), Bromiley (1990) e Kochhar (1996), têm mesmo alertado para a necessidade de se considerar a estrutura do capital de um ponto de vista estratégico.

favor do seu rival⁽¹³⁵⁾. O modelo proposto retoma o argumento, já antes defendido por Jensen e Meckling (1976), de que o acréscimo do rácio de endividamento da empresa incentiva os seus accionistas a empreenderem estratégias de maior risco e pressupõe uma concorrência no mercado do tipo *Cournot*⁽¹³⁶⁾. Porém, dado que o aumento do rácio de endividamento da empresa e, conseqüentemente, da sua produção, leva a que a quota de mercado exigida para garantir a sua solvência financeira aumente, as empresas, à luz do modelo proposto, tendem a otimizar a sua produção acima dos estados da procura de mercado que salvaguardam a sua situação de solvência financeira.

Na senda de Brander e Lewis (1986), Maksimovic (1988) procedeu a uma extensão do modelo daqueles autores e confirmou, no geral, as suas conclusões. Por seu turno, Showalter (1995) modificou o modelo alterando o modo como as empresas concorrem no mercado: o pressuposto de uma concorrência no mercado do tipo *Cournot* alterou-se para *Bertrand*⁽¹³⁷⁾. Nesta situação o autor concluiu que o uso do endividamento, com vista a aumentar a posição competitiva da empresa no mercado do produto, é vantajoso apenas se as condições da procura forem incertas, sendo, no entanto, prejudicial num contexto de incerteza quanto aos custos.

Recorrendo a outra categoria de argumentos — nomeadamente aos que se prendem com a maior vulnerabilidade das empresas mais endividadas face ao comportamento dos rivais, com vista a eliminar a concorrência (ex.

(135) À luz do modelo proposto, o recurso ao endividamento é estrategicamente vantajoso para a empresa, pois ao permitir o aumento do seu *output* induz a redução do da sua rival e, conseqüentemente, permite o acréscimo do seu resultado esperado, apesar de aumentar a sua volatilidade.

(136) Cada um dos intervenientes no mercado, conhecendo a procura e a estrutura de custos dos seus concorrentes, vai decidir as quantidades a produzir e a vender, supondo que os concorrentes não alteram as suas quantidades. Assim, está-se perante uma situação em que a concorrência se faz pela via das quantidades.

(137) Agora, cada um dos intervenientes no mercado, conhecendo a procura e a estrutura de custos dos seus concorrentes, vai decidir os preços a praticar admitindo que os concorrentes não alteram os seus preços. Assim, está-se perante uma situação em que a concorrência se faz pela via dos preços.

aumento da produção associado à descida drástica dos preços, suportando o rival perdas temporárias) —, uma outra linha de investigação tem refutado o argumento de que as empresas podem recorrer ao endividamento com vista a melhorarem a sua posição no mercado do produto. Neste domínio, são de realçar os trabalhos de Fudenberg e Tirole (1986), Bolton e Scharfstein (1990), Zingales (1998), Maurer (1999), entre outros, onde se exploram variantes daquele tipo de argumentação, nomeadamente a forma como as empresas mais endividadas enfrentam as limitações impostas por restrições financeiras (*financial constraints*), bem como as decisões estratégicas das suas rivais.

Fudenberg e Tirole (1986) e Bolton e Scharfstein (1990), desenvolvem modelos onde se evidencia que o recurso ao endividamento de forma «abusiva», por parte de uma determinada empresa, conduz a que as suas rivais possuam vantagens relativas periódicas no que se refere à satisfação das suas necessidades de financiamento, pois o endividamento exagerado no presente cria condicionamentos aos refinanciamentos futuros, quer em quantidade, quer em preço. Assim, tendo por base este tipo de argumentos, os autores concluem que é de esperar que as empresas mais endividadas possuam um comportamento passivo no mercado do produto ou, quando muito, menos agressivo, comparativamente ao das suas rivais com menor rácio de endividamento. Estas previsões contrariam as do modelo de Brander e Lewis (1986) e daqueles que se situam na sua linha.

Uma outra forma de sustentar a relação inversa entre o rácio de endividamento da empresa e a sua agressividade competitiva no mercado do produto é discutida por Zingales (1998). Segundo este autor, o uso do endividamento pode motivar a redução do investimento, nomeadamente o que se encontra associado a activos pouco tangíveis. Por seu turno, a redução do investimento debilita a capacidade competitiva da empresa.

Maurer (1999) propõe um modelo onde se desenvolvem os trabalhos que se têm baseado no efeito das restrições financeiras da empresa e das suas

rivais, nos seus comportamentos no mercado do produto e/ou em termos de investimento, incluindo o efeito daquelas restrições na sua agressividade competitiva no mercado do produto e em termos de inovação⁽¹³⁸⁾. O modelo evidencia que, neste domínio, o padrão de concorrência entre as empresas é determinado pelas suas restrições financeiras, pois, quer as empresas muito endividadas, quer as pouco endividadas, alteram o seu comportamento em face das mesmas. Essa alteração leva o autor a concluir no seguinte sentido: «... the pattern of innovation (or product market) competition may be an important determinant of the reaction of industries to different financial structures» (p. 472). Paralelamente, o modelo evidencia, ainda, que as empresas possuem um forte incentivo ao aproveitamento da inovação das rivais com maior endividamento.

Se no domínio da argumentação teórica permanece a indefinição quanto ao efeito do endividamento na agressividade competitiva da empresa no mercado do produto e/ou em termos de investimento, o mesmo se pode constatar no campo da investigação empírica: enquanto uns estudos obtêm resultados que apoiam um efeito positivo, outros fornecem evidência que sustenta o efeito contrário. No primeiro grupo é de referir, a título de exemplo, o trabalho de Showalter (1999). Recorrendo a uma amostra de 1.640 empresas da indústria transformadora americana, e tendo por base o período compreendido entre 1975 e 1994, o autor obtêm resultados que suportam a hipótese do uso do endividamento com o intuito de aumentar a posição competitiva da empresa no mercado do produto, sendo esta competição efectuada via preços.

Em sentido contrário, trabalhos empíricos como os de Chevalier (1995), Kovenock e Phillips (1997), Khanna e Tice (2000) e Grullon *et al.* (2002),

⁽¹³⁸⁾ O modelo é desenvolvido num contexto multi-periódico em termos de inovação, admitindo duas empresas em competição: uma, ao contrário da outra, possui elevadas restrições financeiras (isto é, capitais próprios reduzidos e activos com baixo valor colateral, para que possam ser utilizados como garantias reais a oferecer aos credores).

concluem que o endividamento exagerado afecta negativamente a posição competitiva da empresa, quer em termos de investimento, quer no que se refere à resistência à entrada no mercado de novos concorrentes⁽¹³⁹⁾.

Paralelamente, uma outra linha de investigação, de cariz fundamentalmente empírico, tem procurado estudar a relação entre a estratégia de diversificação da empresa no mercado do produto e a sua estrutura do capital⁽¹⁴⁰⁾. Porém, também aqui o sentido da relação encontrada não tem merecido um apoio consensual por parte da literatura existente. Balakrishnan e Fox (1993) defendem um efeito positivo da estratégia de diversificação

⁽¹³⁹⁾ Chevalier (1995) estudou a reacção dos supermercados face à ameaça de entrada no mercado de novos concorrentes e de expansão dos seus rivais. Concluiu que aqueles que levaram a cabo uma política de endividamento extremo, através de uma operação de *leveraged buyout*, possuem uma política de competição menos agressiva. Neste mesmo sentido, Khanna e Tice (2000), ao estudarem a reacção das empresas face à implementação do WalMart nos mercados locais, obtiveram resultados que evidenciam que as empresas relativamente mais endividadas são menos agressivas em termos de resistência à entrada.

Na linha dos resultados de Chevalier (1995), Kovenock e Phillips (1997), ao estudarem a política de (des)investimento das empresas que aumentaram de forma significativa o seu rácio de endividamento (através de operações de *leveraged buyout*), constataram que estas possuem maior probabilidade de reduzirem o investimento, relativamente às suas rivais.

Grullon *et al.* (2002), utilizaram uma amostra de empresas americanas (excluídas as empresas financeiras e de serviços) que aumentaram significativamente as suas fontes de financiamento (mais de 20%) de um exercício económico para o seguinte, para estudarem a sua posição competitiva no mercado, medida pelo esforço em despesas de publicidade. Os autores consideraram apenas as empresas que aumentaram de forma significativa as suas fontes de financiamento, com o intuito de expurgarem da análise o efeito das restrições financeiras face à posição competitiva de cada empresa. Os resultados obtidos, tendo por base uma amostra de 526 empresas, recolhida durante o período compreendido entre 1973 e 1998, evidenciaram, num primeiro plano, que as empresas cujo rácio de endividamento decresceu, como resultado das novas fontes de financiamento, aumentaram a sua posição competitiva mais do que as empresas em que aquele rácio aumentou (a posição competitiva de cada empresa é medida face às empresas do seu sector/indústria). Numa segunda fase da análise, quer as variáveis de medida da estrutura do capital, quer de despesas de publicidade, são consideradas endógenas com o propósito de se estudar a relação de causalidade entre ambas. A análise dos resultados obtidos permitiu concluir que são as alterações da estrutura do capital que influenciam a intensidade do esforço em despesas de publicidade.

⁽¹⁴⁰⁾ Esta relação encontra fundamento em argumentos baseados: (i) nos efeitos dos custos de transacção; (ii) nos efeitos do endividamento na redução dos custos de agência do capital próprio e, ainda, (iii) no designado *'coinsurance effect'* — efeito que consiste na redução do risco operacional quando a empresa opera num negócio cujos fluxos de rendimento futuros possuem uma correlação imperfeita. Para uma análise da forma como cada uma destas linhas de argumentação sustenta a relação entre a estratégia de diversificação da empresa no mercado do produto e a sua estrutura do capital, bem como o seu sentido, vide, Kochhar (1996), Kochhar e Hitt (1998), Alonso (2000), entre outros.

da empresa na sua estrutura do capital, baseando-se no efeito que aquela possui na redução do seu risco operacional (*coinsurance effect*). Em particular, a diversificação da actividade da empresa possibilita a redução do risco operacional associado a um só negócio e, conseqüentemente, melhora a sua capacidade de endividamento⁽¹⁴¹⁾. Neste sentido, Barton e Gordon (1988) — no contexto das empresas americanas — e Taylor e Lwe (1995) — no contexto das empresas australianas — observam que as empresas que seguem uma estratégia de diversificação sem conexão (*unrelated diversification*) possuem maiores rácios de endividamento.

Mais recentemente, Kochhar e Hitt (1998) reexaminaram, no contexto das empresas americanas, a relação entre a estratégia de diversificação da empresa no mercado do produto e a sua estrutura de financiamento, tendo concluído que as estratégias de diversificação conexas (*related diversification*) assentam em activos mais específicos, quando comparadas com as estratégias de diversificação sem conexão. Assim, as perdas potenciais que as empresas impõem aos seus credores, em caso de falência, são maiores no primeiro caso do que no segundo, o que, dada a interferência daqueles, as leva a adoptarem uma estratégia de financiamento consoante a estratégia de diversificação escolhida: o financiamento através de capital próprio é preferido quando a estratégia de diversificação é conexa e o recurso ao

⁽¹⁴¹⁾ Em trabalho recente, Aggarwal e Samwick (2003) desenvolvem um modelo (assente na relação contratual estabelecida entre os accionistas e os administradores), onde se exploram duas grandes razões para os administradores diversificarem as suas empresas – i) redução da exposição ao risco idiossincrásico e ii) acréscimo dos benefícios que o lugar lhes confere – e se levantam dúvidas relativamente às suas verdadeiras intenções quando procedem à diversificação.

Tendo por base uma amostra de 1.602 empresas americanas e o período compreendido entre 1993 e 1998, os autores colocaram o seu modelo à prova dos factos. Os resultados obtidos evidenciaram, por um lado, uma relação positiva entre a diversificação das empresas estudadas e os planos de incentivos facultados aos seus administradores e, por outro, que a relação entre estes e a performance da empresa é mais fraca no caso das empresas que experimentaram alterações na sua estratégia de diversificação do que naquelas em que tal não se verificou. A conjugação destes resultados levou os autores a concluir que os administradores diversificaram as suas empresas, não com o intuito de reduzirem a exposição destas ao risco, mais sim com o propósito de aumentarem os benefícios que esperam vir a retirar do lugar que ocupam.

endividamento quando a estratégia de diversificação é sem conexão⁽¹⁴²⁾. Paralelamente, os autores analisaram, ainda, a relação de causalidade entre a estrutura do capital e a estratégia de diversificação seguida pelas empresas estudadas. Os resultados obtidos revelaram uma simultaneidade entre as duas variáveis: a estrutura do capital afecta a natureza da estratégia de diversificação seguida e esta afecta a estrutura do capital.

Tendo por base uma amostra de 480 empresas da indústria transformadora espanhola e o período compreendido entre 1991 e 1994, Alonso (2000), recorrendo a uma metodologia de dados em painel, obtém resultados que evidenciam uma relação negativa entre o rácio de endividamento da empresa e o seu grau de diversificação no mercado do produto. Esta relação permanece estatisticamente significativa quando são incluídas no modelo variáveis de controlo, tais como a dimensão da empresa, as suas oportunidades de crescimento, o seu risco de negócio e, ainda, a sua proporção de activos tangíveis. Porém, o significado estatístico daquela relação desaparece quando é considerada no modelo a variável rendibilidade da empresa, enquanto variável adicional de controlo. Este resultado leva o autor a concluir que, no caso das empresas espanholas estudadas, a relação entre o rácio de endividamento e a estratégia de diversificação é parcialmente explicada pela rendibilidade da empresa⁽¹⁴³⁾.

Como nota final merece aqui também uma breve referência a outra linha de abordagem, onde se procura relacionar a estrutura do capital das empresas com as características dos seus produtos (serviços), bem como dos seus *inputs*. Concentrando-se nas características dos produtos (serviços) ou do mercado de produtos (serviços), esta linha de argumentação (onde é

⁽¹⁴²⁾ Para uma discussão de algumas das condições em que as estratégias de diversificação (com e sem conexão) beneficiam directa ou indirectamente os accionistas existentes, vide o trabalho recente de Wang e Barney (2001).

⁽¹⁴³⁾ Neste mesmo sentido, Glazer (1994) concluiu «... a firm's behavior in product competition can be strongly affected by its accumulated profits. In markets where firms choose output in every period, the higher is the firm's profit in a given period, the less aggressive it will be in the subsequent periods» (p. 428).

de destacar o trabalho de Titman, 1984) tem sugerido que as empresas que produzem (prestam) produtos (serviços) únicos e aquelas em que a reputação de produzir com alta qualidade é importante, endividam-se menos, *ceteris paribus*, em virtude dos maiores custos que impõem, não apenas aos seus accionistas e credores, mas também aos seus clientes, fornecedores e trabalhadores (ou seja, aos *stakeholders* em geral), em caso de falência⁽¹⁴⁴⁾, custos esses que acabam por ser transferidos para os accionistas.

4.3. Modelos baseados em razões de controlo

Face à particular frequência das operações de *takeover*⁽¹⁴⁵⁾ que surgiram na década de oitenta, nomeadamente nos Estados Unidos, alguma da literatura começou a preocupar-se com as variações da estrutura do capital das empresas em resposta a uma potencial ameaça de tomada do seu controlo, concentrando-se, essencialmente, na questão da repartição dos direitos de voto e da notoriedade, em termos de controlo, dos administradores. A principal contribuição neste domínio deve-se, entre outros, aos trabalhos pioneiros de Harris e Raviv (1988) e Stulz (1988), onde se evidencia que o desfecho da operação depende da forma como os votos se encontram distribuídos e, sobretudo, da proporção do capital detido pelos administradores da empresa.

Harris e Raviv (1988) modelizam o comportamento do(s) administrador(es) da empresa face a uma ameaça de tomada de controlo lançada por um rival que ambiciona substituí-lo(s). É suposto que a empresa alvo é inicialmente

⁽¹⁴⁴⁾ Para uma síntese dos argumentos de Titman (1984), em defesa da relação entre a estrutura do capital da empresa e as características dos seus produtos/serviços, bem como para um resumo de alguns dos trabalhos empíricos neste domínio, vide subsecção 1.5.4.2, capítulo 1.

⁽¹⁴⁵⁾ Operação através da qual terceiros, regra geral não sócios, adquirem uma fatia significativa do capital (acções) de uma empresa alvo, com o objectivo de obterem o seu controlo.

financiada, exclusivamente, por capitais próprios, sendo uma fracção α dos mesmos detida pelo administrador e o restante por accionistas passivos, isto é, não interessados em assumir o controlo da empresa. O administrador, ao assumir o controlo da empresa, auferir um conjunto de benefícios, B (remuneração, regalias pecuniárias e não pecuniárias, resultados desviados em proveito próprio, etc.), os quais procura preservar a todo o custo, actuando ao nível da estrutura do capital.

O valor da empresa, Y, definido pelo valor actual dos seus *cash-flows* esperados, líquidos dos benefícios auferidos pelo(s) seu(s) administrador(es), depende da capacidade de gestão daquele(s), sendo Y_1 ou Y_2 , considerando-se que existem apenas dois níveis de competências de gestão, 1 e 2, onde $Y_1 > Y_2$.

Na presença de uma ameaça de *takeover*, enquanto o rival adquire acções junto dos accionistas passivos, o administrador procura proteger-se reforçando a sua posição, adquirindo, também ele, acções junto daqueles investidores, utilizando para o efeito uma emissão de dívida. Em face desta operação, a parte do capital detida pelo administrador altera-se de α para α_1 , sendo esta fracção uma função do valor da empresa após a emissão de dívida, $Y(D)$, e do valor das acções não adquiridas pela própria empresa, $E(D)$, isto é: $\alpha_1 = \alpha Y(D)/E(D)$. A estratégia do administrador passa por reduzir ao mínimo possível o número de votos acessíveis ao rival. O seu êxito — ou seja, a manutenção do controlo da empresa nas suas mãos —, segundo os autores, depende da fracção inicial do capital detido, α . Se $\alpha > 50\%$, o controlo permanece nas mãos do administrador inicial sem que tenha necessidade de recorrer à emissão de dívida, mesmo que possua um menor nível de competências de gestão. Se α não permite o controlo da empresa e se aquela fracção é inferior ao património que o rival afecta à aquisição de acções da empresa alvo, o montante de endividamento a emitir pela empresa, para adquirir acções próprias, é aquele que possibilita a aquisição de pelo menos 50% dos direitos de voto. Se tal não se verificar, o desfecho

da operação será decidido por maioria simples de votos, onde o vencedor será aquele que detém maiores competências de gestão. Neste cenário, uma fracção π dos accionistas passivos apoia o actual administrador e os restantes (fracção $1-\pi$) apoiam o rival, onde π depende da quantidade de informação disponibilizada aos accionistas passivos pelo administrador inicial.

Importa notar que, se o administrador da empresa alvo não detém inicialmente uma fracção dos direitos de voto que lhe permita assegurar o seu controlo, o recurso ao endividamento, para reforçar a sua posição, reduz os benefícios da detenção do controlo, dado que o serviço da dívida a que a empresa terá que fazer face, além de acrescer o seu risco de insolvência e implicar uma maior vigilância por parte dos credores, limita os recursos disponíveis que poderiam ter uma utilização discricionária por parte do administrador⁽¹⁴⁶⁾. Assim, o objectivo do administrador consiste, por um lado, em recorrer à emissão de dívida que lhe permita assumir o controlo da empresa e, por outro, em maximizar os fluxos de rendimentos que espera retirar de tal posição, os quais dependem da sua fracção de capital, α_1 , e de B.

Em face destas conclusões, a principal implicação do modelo é a seguinte: a particular resistência dos administradores face à perda do controlo para um rival leva-os a acrescer o rácio de endividamento da empresa, nomeadamente quando esta é alvo de uma tentativa de *takeover*. Paralelamente, o esforço, quer do administrador, quer do rival, para adquirirem acções da empresa alvo leva a sua cotação a reagir positivamente.

Na mesma linha, Stulz (1988) desenvolve um modelo em que é suposto existir um conjunto de accionistas passivos, um administrador interessado em continuar a assumir o controlo e, assim, auferir os benefícios que o lugar lhe

⁽¹⁴⁶⁾ A este respeito, sublinhe-se a analogia entre o modelo ora apresentado e o de Jensen (1986). Como se viu neste último modelo, o recurso ao endividamento, ao permitir a redução dos custos de agência do capital próprio, torna a empresa menos atractiva para um potencial rival, assumindo-se, assim, como um instrumento *anti-takeover*.

confere (B) e um potencial rival. Este último, se vier a assumir o controlo da empresa, irá retirar, igualmente, um benefício B. O administrador possui, inicialmente, uma fracção α das acções da empresa alvo que, contrariamente ao modelo de Harris e Raviv (1988), manterá mesmo em caso de sucesso da operação de *takeover*. Para que a operação seja bem sucedida o rival ver-se-á obrigado a adquirir mais de 50% das acções da empresa alvo, já que é suposto que os accionistas passivos votem sempre no administrador inicial. Aquela fracção, bem como a sua variação, determinará o preço a oferecer pelo rival aos accionistas passivos para adquirir os seus direitos de voto (e, conseqüentemente, o valor do prémio de *takeover*), bem como a probabilidade de sucesso da operação: quanto maior for α , maior será o valor do prémio a oferecer (pois maior será o número de acções que o rival terá de adquirir) e menor será a probabilidade de sucesso da operação.

Dado que a fracção α depende da estrutura do capital da empresa (rácio de endividamento), o autor conclui, à semelhança de Harris e Raviv (1988), que a probabilidade de uma tentativa de *takeover* se encontra negativamente relacionada com o rácio de endividamento da empresa alvo, rácio este cujo acréscimo contribui, igualmente, como acima se referiu, para acrescer o valor das suas acções e o prémio de *takeover* em caso de sucesso da operação⁽¹⁴⁷⁾.

Uma vez que os administradores têm a possibilidade de alterar a estrutura do capital da empresa no sentido de preservarem o seu controlo, os dois modelos até agora apresentados concluem que os administradores com maiores competências de gestão dificilmente são substituídos. O mesmo resultado é igualmente demonstrado no modelo, assente na teoria dos jogos, proposto por Boot (1992). Neste modelo o recurso ao endividamento é equaciona-

⁽¹⁴⁷⁾ A relação positiva entre o rácio de endividamento da empresa alvo e o prémio de *takeover* a receber pelos seus accionistas, em caso de sucesso da operação, é contestada por Israël (1991). À luz do modelo proposto por este autor, a relação descrita é inversa. A explicação para que tal aconteça fundamenta-se na queda do poder negocial dos accionistas da empresa alvo à medida que o rival alarga a sua posição.

do no quadro de uma estratégia geral de longo prazo (assumindo nesta a reputação e a competência dos administradores um papel importante), ao contrário do que acontece nos modelos anteriores, em que é visto apenas como um instrumento de defesa face a uma ameaça de *takeover*⁽¹⁴⁸⁾.

Modelizações mais recentes, de que são exemplo os trabalhos de Novaes e Zingales (1995) e Zwiebel (1996), evidenciam, igualmente, que os administradores recorrem ao endividamento, não porque este contribui para o acréscimo dos benefícios dos accionistas, mas porque reduz a ameaça de uma tentativa de *takeover* hostil.

A par das conclusões que os esforços de modelização têm vindo a evidenciar, a investigação empírica que tem procurado analisar as alterações ocorridas na estrutura do capital das empresas, que foram alvo de uma tentativa de *takeover*, tem confirmado o acréscimo do rácio de endividamento das empresas alvo dessas tentativas que resultaram em fracasso. Nesta linha, Denis (1990), ao analisar uma amostra de 37 empresas que anunciaram planos defensivos (acréscimos de dividendos ou compra de acções próprias), face a operações de *takeover* de que foram alvo, constata que nas empresas resistentes o seu rácio de endividamento médio passa de 21%, no período anterior à operação, para 42,6%, no período após a tentativa. Berger *et al.* (1997), ao analisarem uma amostra de empresas mais ampla, retirada da *Fortune 500*, verificaram, igualmente, que as empresas alvo de uma tentativa de *takeover* fracassada aumentaram o seu rácio de endividamento em cerca de 13%. Paralelamente, constataram ainda que as empresas, para além de adoptarem uma política de endividamento mais

⁽¹⁴⁸⁾ O modelo proposto por Boot (1992) demonstra, ainda, que a optimização do valor da empresa pressupõe a existência de um mercado activo onde se disputa o seu controlo, pois este contribui para disciplinar a gestão e forçar a substituição dos administradores medíocres. À luz deste modelo, as tentativas de *takeover* possuem, também, um conteúdo informativo acerca da qualidade da empresa, dado que sinalizam ao mercado que o rival identificou uma empresa a adquirir de boa qualidade. Assim, a cotação das suas acções tenderá a reagir positivamente face a uma operação desta natureza.

agressiva quando se defrontam com ameaças evidentes de controlo⁽¹⁴⁹⁾, tornam-se compradoras das suas próprias acções, financiando esta operação através do recurso ao endividamento.

Trabalhos mais recentes, como os de Safieddine e Titman (1999) e Garvey e Hanka (1999), obtêm resultados que se situam na mesma linha. O primeiro trabalho analisa uma amostra de 573 empresas norte-americanas que resistiram a uma tentativa de *takeover*, recolhida durante o período compreendido entre 1982 e 1991. Constata que a mediana do rácio de endividamento (medido pelo quociente entre o endividamento total e o valor contabilístico do activo) passa de 59,8%, no ano anterior à tentativa fracassada de *takeover*, para 71,5%, no ano imediatamente seguinte. A maioria das empresas alvo, que resistiram à tentativa de tomada do seu controlo, além de acrescerem o seu rácio de endividamento, reduziram os seus níveis de investimento e emprego, aumentaram a eficiência da sua gestão e registaram melhorias significativas dos seus *cash-flows* operacionais. Em particular, as empresas alvo de uma tentativa de *takeover* falhada, que mais acresceram os seus rácios de endividamento, registaram uma melhor performance operacional; em contraste, as que não aumentaram o seu rácio de endividamento, ou o acresceram de forma branda, não registaram melhorias significativas na sua performance operacional. Estes resultados, como notam os autores, sugerem que o acréscimo nos rácios de endividamento, além de ajudarem as empresas a resistir à tentativa de tomada do seu controlo, comprometem os seus administradores no sentido de aumentarem a sua eficiência de gestão e, assim, evitarem potenciais novos ataques.

⁽¹⁴⁹⁾ Neste mesmo sentido, Billett (1996), ao estudar uma amostra de empresas norte-americanas durante o período 1979-1990, constatou que a ameaça de uma tentativa de *takeover* hostil é mais forte para as empresas alvo que não possuem um nível adequado de endividamento. O recurso ao endividamento, enquanto mecanismo de entrave ao sucesso de uma operação de *takeover* hostil, mostrou-se particularmente evidente durante o período 1985-90 e assumiu especial destaque nas empresas cuja dívida se encontrava cotada.

Garvey e Hanka (1999) testam, igualmente, a hipótese de que os administradores, face a uma ameaça de *takeover*, tendem a acrescer o rácio de endividamento das suas empresas até níveis que em outras circunstâncias evitariam, introduzindo um elemento novo na análise, o qual reside na consideração dos efeitos das leis adoptadas pelos Estados Unidos durante o período 1987-1990, com o intuito de proteger as empresas de uma tentativa de *takeover* hostil. A adopção destas leis — ao constituir um mecanismo de defesa alternativo ao endividamento —, segundo os autores, deverá ser acompanhada de uma redução do endividamento das empresas que potencialmente se assumem como fortes alvos de uma operação de *takeover* hostil, se o recurso ao endividamento, por parte destas empresas, tiver como principal objectivo a protecção dos seus administradores.

Para testarem aquela hipótese os autores analisaram a estrutura do capital de uma amostra de 1.203 empresas industriais ao longo do período compreendido entre 1982 e 1990, ou seja, antes e após a adopção das leis *anti-takeover*. Dessa análise constataram que as empresas protegidas por aquelas leis reduziram substancialmente os seus rácios de endividamento⁽¹⁵⁰⁾. Este resultado mostrou-se robusto quando foi considerada a dimensão da empresa, a sua rendibilidade e o sector de actividade económica a que pertence. Quando dividida a amostra, tomando como critério a percentagem do capital detido pelos administradores, observaram uma forte redução do rácio de endividamento das empresas (no período após a adopção das leis *anti-takeover*), em que os seus administradores detêm menos de 5% do capital e alterações pouco significativas, nas situações em que aqueles controlam mais do que 25% do capital. Estes resultados evidenciam que as leis *anti-takeover*, adoptadas durante o período estudado, constituíram um

⁽¹⁵⁰⁾ Observam uma redução anormal acumulada dos rácios de endividamento de cerca de 30%, durante o período compreendido entre 1987 e 1990.

mecanismo de protecção alternativo ao endividamento, nomeadamente para as empresas mais expostas a operações desta natureza⁽¹⁵¹⁾.

Por fim, importa notar que a par dos trabalhos que têm analisado as variações da estrutura do capital, como resposta a uma ameaça de *takeover*, outros têm-se concentrado na estimativa da probabilidade de uma dada empresa vir a ser objecto de uma operação desta natureza. Porém, uma revisão destes trabalhos afasta-se do nosso propósito⁽¹⁵²⁾.

4.4. Conclusão

Os modelos baseados em argumentos de natureza comercial para explicarem a estrutura do capital das sociedades, embora sejam frequentemente considerados uma extensão das linhas de abordagem que defendem um *tradeoff* entre os custos e os benefícios de fontes de financiamento alternativas, introduzem elementos novos no estudo da problemática em apreço, ao explorarem a possível interacção entre a estratégia de mercado seguida pela empresa e a sua estrutura do capital, bem como a relação entre esta e as características dos seus *inputs/outputs*. No que se refere ao primeiro

⁽¹⁵¹⁾ A eficácia destas leis é contestada por Comment e Schwert (1995), pois ao analisarem a frequência de operações de *takeover*, antes e após a adopção daquelas leis, não encontraram diferenças dignas de registo.

Na mesma linha, Bhagat e Jefferis (2002) analisaram o impacto nas actividades de *takeover* da performance da empresa, da estrutura de propriedade e de outras defesas *anti-takeover* disponíveis (onde se incluem as leis *anti-takeover*), focando-se especialmente na eficácia destas últimas. Os resultados obtidos fornecem um suporte fraco à sua eficácia, pois embora evidenciem, numa primeira fase, uma relação inversa, estatisticamente significativa, entre elas e a frequência de operações de *takeover*; numa segunda fase, quando são controladas as variáveis de medida da performance financeira da empresa, não é observado qualquer tipo de relação significativa sob o ponto de vista estatístico.

⁽¹⁵²⁾ O leitor interessado no desenvolvimento deste assunto poderá consultar Palepu (1986) — onde se introduz este tipo de abordagem — e, ainda, as aplicações empíricas de Ambrose e Megginson (1992), Shivdasani (1993), Powell (1997) e Nuttal (1999); as duas primeiras levadas a cabo no contexto das empresas americanas e as restantes tendo por base as empresas do Reino Unido.

aspecto, o esforço de modelização que tem sido desenvolvido apresenta resultados amplamente divergentes, em face da argumentação a que recorre. Num primeiro grupo são de realçar os estudos de Brander e Lewis (1986), Maksimovic (1988) e Showalter (1995), onde se defende que, sob certas condições, o acréscimo do rácio de endividamento da empresa incentiva os seus accionistas a adoptarem uma posição mais competitiva no mercado do produto. Num outro grupo, trabalhos como os de Fudenberg e Tirole (1986), Bolton e Scharfstein (1990), Zingales (1998), Maurer (1999), entre outros, refutam a posição de que o recurso ao endividamento melhora a posição competitiva da empresa no mercado do produto, recorrendo a argumentos que se prendem, fundamentalmente, com a maior vulnerabilidade das empresas mais endividadas face ao comportamento das suas rivais, com vista a eliminar a concorrência. Esta vulnerabilidade é traduzida quer na forma como estas empresas enfrentam as limitações impostas pelas restrições financeiras, face a novas decisões de investimento, quer na forma como enfrentam as decisões estratégicas das suas rivais.

No domínio da investigação empírica, os estudos que têm procurado testar o efeito do endividamento da empresa na sua agressividade competitiva no mercado do produto, embora não sendo totalmente consensuais, na sua maioria têm concluído que o endividamento exagerado afecta a posição competitiva da empresa, quer em termos de investimento, quer no que se refere à resistência à entrada no mercado de novos concorrentes (ex. Chevalier, 1995; Kovenock e Phillips, 1997; Khanna e Tice, 2000 e Grullon *et al.*, 2002). Seguindo uma outra linha de investigação, trabalhos empíricos como os de Balakrishnan e Fox (1993), Barton e Gordon (1988), Taylor e Lwe (1995) e Kochhar e Hitt (1998), ao estudarem a estratégia de diversificação das empresas, concluíram que esta condiciona e é condicionada pela estrutura do capital da empresa. Por fim, trabalhos como o de Titman (1984) sustentam que a estrutura do capital é determinada pelas características dos seus produtos (serviços), bem como dos seus *inputs*.

Os modelos que se têm baseado em razões de controlo da empresa, por parte da equipa de administradores em funções, para explicarem a sua estrutura do capital, assumiram um papel crescente a partir da década de oitenta, nomeadamente nos Estados Unidos. Os trabalhos que têm sido levados a cabo neste domínio, ao reconhecerem que os administradores têm a possibilidade de alterar a estrutura do capital da empresa, no sentido de preservarem o seu controlo, têm evidenciado que os administradores com maiores competências de gestão dificilmente são substituídos. Paralelamente, têm demonstrado que o recurso ao endividamento é visto, apenas, como um instrumento de defesa face a uma ameaça de *takeover* (ex. Harris e Raviv, 1988 e Stulz, 1988), ou, então, é equacionado no quadro de uma estratégia geral de longo prazo, onde a reputação e a competência dos administradores assume um papel importante (ex. Boot, 1992).

Os trabalhos empíricos que analisaram as alterações ocorridas na estrutura do capital das empresas, alvo de uma tentativa de *takeover*, têm confirmado, no geral, o acréscimo do seu rácio de endividamento nos casos em que tais tentativas resultaram em fracasso.

SEGUNDA PARTE

POLÍTICA DE DIVIDENDOS: ABORDAGENS TEÓRICAS E
EVIDÊNCIA EMPÍRICA

(Página deixada propositadamente em branco)

À semelhança do que acontece com a problemática da estrutura do capital, o impacto da política de dividendos da empresa sobre o seu valor tem suscitado um amplo e controverso debate no âmbito da literatura financeira. Não obstante os esforços de modelização que têm sido propostos e os trabalhos de validação empírica que lhes têm sucedido, a decisão de distribuir resultados continua hoje a ser alvo de forte controvérsia entre os investigadores. Apesar de muito se ter dito e escrito, não se dispõe ainda de uma teoria normativa com aceitação consensual, continuando os factores de índole qualitativa e subjectiva a assumir especial relevância nas principais razões invocadas para explicar o processo de tomada de decisão neste domínio (Pacheco, 1999, p. 25). A diversidade de opiniões que prevalece e as conclusões antagónicas a que estas últimas nos conduzem, têm constituído a principal razão para que se continue a parafrasear Black (1976) quando este afirmou: «the harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, which pieces just don't fit together» (p. 5)⁽¹⁵³⁾.

Como é genericamente aceite pela literatura existente, o principal contributo para o desenvolvimento da discussão relativa à problemática da política de dividendos deve-se ao trabalho de Miller e Modigliani (1961) — doravante designados por MM (1961) —, no qual se demonstrou que num mercado de capitais perfeito, onde não existem impostos e custos de transacção, a política de dividendos da empresa não afecta o seu valor, quando considerada constante a sua política de investimento e de financiamento. Isto é, sob as condições do seu modelo, a política de dividendos da

⁽¹⁵³⁾ Como realçam Lease *et al.* (1999, p. 17), mais de duas décadas passadas após as observações de Black, os economistas financeiros continuam a conviver com o «*dividend puzzle*».

empresa é irrelevante, pois a riqueza dos seus accionistas não é afectada pela parcela dos resultados líquidos gerados que lhes são distribuídos. Estes autores, à semelhança do que aconteceu com a problemática da estrutura do capital, rompem com o pensamento vigente, onde intuitivamente se defendia que o valor de uma unidade de resultado gerado e distribuído aos sócios é superior relativamente à situação em que é retido pela empresa, mesmo no caso de se destinar a financiar projectos cujo VAL é positivo. O principal argumento avançado pelos defensores da posição tradicional em favor de uma política de dividendos generosa prende-se com o facto de a distribuição de resultados aos accionistas, à medida que estes são gerados, constituir uma fonte de rendimento mais segura do que os ganhos de capital, atendendo à típica volatilidade da cotação das acções. Assim, a decisão de reter resultados para financiar um projecto rendível, ao alterar a percepção do grau de risco dos accionistas, poderá acrescer o custo do capital e, por consequência, tornar negativo o VAL do projecto a financiar. A ideia base do argumento apresentado é vulgarmente sintetizada da seguinte forma: «*mais vale um pássaro na mão do que dois a voar*» («*bird-in-the-hand worth two in the bush*»)⁽¹⁵⁴⁾.

As conclusões de MM (1961), embora não sendo aceites pela grande maioria dos académicos e dos gestores financeiros, foram assumidas como um referencial importante no desenvolvimento da investigação acerca da problemática em apreço, ao mostrarem sob que condições a política de dividendos é irrelevante⁽¹⁵⁵⁾. Desde então, a investigação teórica e empírica, ao abandonar o mercado idealizado por aqueles autores e ao olhar para o mundo real, marcado por imperfeições ou fricções, tem travado um intenso

⁽¹⁵⁴⁾ Isto é: «*bird-in-the-hand* ... (resultados na mão, ao serem certos,) *worth two in the bush*» (valem mais do que os ganhos de capital futuros, pois estes só surgirão se o mercado antecipar o aumento do valor da empresa).

⁽¹⁵⁵⁾ Como é reconhecido por Brennan (1995), ao descrever a evolução da Teoria Financeira durante os últimos 25 anos, a análise dos efeitos, nas decisões financeiras das empresas, do abandono dos principais pressupostos em que as proposições de MM (1958, 1961 e 1963) se basearam, constituiu a base dos principais desenvolvimentos ocorridos naquela teoria.

debate no que se refere aos efeitos da política de dividendos das empresas sobre o seu valor. A consideração de impostos sobre os rendimentos societários e dos investidores, de custos de transacção e de flutuação, da presença de restrições institucionais nos mercados financeiros, da existência de conflitos de interesses entre accionistas, credores e administradores, de assimetrias de informação entre os diferentes participantes no mercado, da preferência dos investidores por liquidez, bem como da existência de outras razões de índole psicológica que afectam o comportamento dos investidores – são imperfeições ou fricções do mercado que têm sido evocadas para se compreender as razões que levam as empresas a distribuir (ou não) dividendos.

Embora cada uma das imperfeições referidas não seja de negligenciar, algumas delas têm sido classificadas pela literatura existente como «imperfeições secundárias» (ex. Lease *et al.*, 1999), quando comparadas com aquelas que, se consideradas, podem constituir a «chave» para se perceber a relevância da política de dividendos das empresas sobre o seu valor e, conseqüentemente, a podem afectar. Entre estas são de destacar a presença de impostos sobre os rendimentos societários e dos accionistas, as diferenças de informação entre *insiders* e *outsiders* e a possibilidade de existirem conflitos de interesses entre accionistas, credores e administradores⁽¹⁵⁶⁾. Dada a vasta investigação existente, quer teórica, quer empírica, relativa à compreensão dos efeitos de cada uma destas imperfeições na política de dividendos seguida pelas empresas, optamos por, na organização desta parte deste livro, dedicar um capítulo a cada uma das imperfeições referidas. As

⁽¹⁵⁶⁾ Abrutyn e Turner (1990), ao inquirirem os administradores das 1.000 maiores empresas norte-americanas em 1988, concluíram, através das 163 respostas obtidas, que estas são as imperfeições de mercado que mais afectam a política de dividendos das sociedades. Em particular, de acordo com os seus resultados, 63% dos administradores consideraram as necessidades de sinalização entre as principais razões para a distribuição de dividendos e 44% e 36% colocaram as preocupações com o controlo dos custos de agência e com a minimização da carga fiscal dos seus financiadores, respectivamente, no grupo de factores que mais afectam as decisões relativas à política de dividendos das suas empresas.

principais razões para tal opção prendem-se, por um lado, com o facto de elas constituírem a coluna vertebral da discussão que se tem travado à volta da problemática da política de dividendos e do seu impacto sobre o valor da empresa e, por outro, com a preocupação em se criar um referencial que, dado o estado da investigação existente, possa, a nosso ver, ajudar os administradores a planear a política de dividendos das suas empresas face às imperfeições ou fricções de mercado mais relevantes, tendo em conta a situação particular que enfrentam.

CAPÍTULO 5

(IR)RELEVÂNCIA DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS: DA TESE DE MILLER E MODIGLIANI ÀS ABORDAGENS BASEADAS NOS EFEITOS FISCAIS

5.1. Introdução

Este capítulo inicia-se com a exposição do modelo de MM (1961), visto que este, ao concluir pela irrelevância da política de dividendos, ao mesmo tempo que constitui uma peça importante do *dividend puzzle*, se assumiu como um elemento central no desenvolvimento da investigação à volta da compreensão dos efeitos da política de dividendos das empresas sobre o seu valor. Apresentado o modelo de MM, a nossa atenção volta-se para a análise dos efeitos que o abandono das principais hipóteses que lhe estão subjacentes poderá exercer nas suas principais conclusões. Nesta fase, seguindo a organização atrás proposta, abandona-se a hipótese de ausência de impostos. Assim, são tidos em conta os impostos sobre os rendimentos societários e dos investidores, considerando, como acontece na grande maioria dos sistemas fiscais, que estes últimos tratam de forma diferenciada as diferentes categorias de rendimento: dividendos e mais-valias de acções.

Dado que os dividendos são, geralmente, penalizados em termos fiscais relativamente às mais-valias de acções, teoricamente as empresas deveriam evitar utilizar aquele meio para canalizarem o resultado por si gerado para o património dos seus accionistas. Porém, esta posição a favor da não dis-

tribuição de dividendos, além de não se coadunar com a prática seguida pelas empresas, não tem granjeado o consenso por parte da investigação existente baseada em considerações de ordem fiscal. A questão da influência da fiscalidade na política de dividendos das sociedades não é pois pacífica. Do ponto de vista teórico, o debate tem-se centrado no efeito que a distribuição de dividendos exerce na carga fiscal da globalidade dos seus accionistas e na forma de a reduzir. Em particular, tem-se discutido, fundamentalmente, se o diferente enquadramento fiscal a que as distintas categorias de accionistas estão sujeitas contribui para a neutralidade fiscal da política de dividendos das sociedades, bem como o alcance dos mecanismos que os investidores podem utilizar para eliminar ou reduzir o diferencial de tributação entre as duas categorias de rendimentos. No domínio da investigação empírica têm sido seguidas, essencialmente, três linhas de pesquisa. Uma primeira tem-se centrado na análise dos efeitos de uma tributação diferenciada, que penaliza os dividendos relativamente às mais-valias, sobre a cotação das acções; uma segunda tem-se voltado para a análise de um eventual «efeito clientela fiscal» dos dividendos e, por fim, uma terceira linha de investigação tem procurado averiguar em que medida a política de dividendos das sociedades responde às alterações pontuais e significativas das normas fiscais referentes à tributação relativa de cada uma das categorias de rendimento.

5.2. O modelo de Miller e Modigliani

Segundo MM (1961) a política de dividendos adoptada pelas empresas não tem qualquer impacto sobre a riqueza dos seus accionistas. Para aqueles autores, o valor da empresa depende da rendibilidade dos capitais investidos e não do destino que é dado aos resultados: distribuídos ou retidos.

Para demonstrarem esta proposição, admitem uma economia caracterizada pelas seguintes hipóteses:

- i) o mercado de capitais é perfeito: a informação é gratuita e está igualmente disponível a todos os intervenientes, nenhum deles está em condições de impor os seus preços e não existem custos de transacção;
- ii) os investidores são racionais;
- iii) a política de investimento da empresa é constante, isto é, não depende dos resultados distribuídos;
- iv) não existem custos associados à emissão de novas acções e impostos;
- v) os dividendos não veiculam qualquer informação ao mercado no que respeita à situação real da empresa.

À luz destas hipóteses, um acréscimo dos dividendos por acção conduzirá a um ajustamento equivalente na cotação dos títulos por forma a que a riqueza dos accionistas permaneça inalterada. Este ajustamento será efectuado através do número de acções na posse dos accionistas existentes, quando for decidida a distribuição de dividendos.

Seguindo MM, considere-se uma empresa financiada exclusivamente por capitais próprios, cujo valor de mercado, no momento t , V_t , é dado pela seguinte expressão:

$$V_t = \frac{nd_{t+1} + nP_{t+1}}{1 + r_{t+1}} \quad (5.1)$$

onde, P_{t+1} representa o valor de mercado de cada acção no momento $t+1$; d_{t+1} o dividendo por acção no momento $t+1$; n o número de acções no momento t e r_{t+1} a taxa de rendibilidade exigida pelos investidores para investirem nas acções desta empresa.

Esta expressão evidencia que o valor da empresa no momento t (V_t) é dado pelo valor actual dos dividendos distribuídos no fim do período em causa (nd_{t+1}), acrescido do valor das acções nesse momento ($t+1$), descontado um período, pois P_{t+1} reflecte o valor actual dos dividendos futuros por acção. Se a empresa se depara com uma nova oportunidade de investimento que exige um desembolso de I e se, para a financiar, recorre à emissão de m novas acções no momento $t+1$, ao seu valor de mercado P_{t+1} , a expressão (5.1) pode ser reescrita da seguinte forma:

$$V_t = [nd_{t+1} + (n + m) P_{t+1} - mP_{t+1}] \frac{1}{1 + r_{t+1}} \quad (5.2)$$

O valor das acções existentes no momento t é, assim, igual ao valor actual da soma dos dividendos em $t+1$ com a cotação das acções nessa data, diminuído do valor actual das novas acções emitidas.

Dado que em qualquer momento do tempo existe uma igualdade entre as origens e as aplicações de fundos, o valor das novas acções emitidas é dado por:

$$mP_{t+1} = nd_{t+1} + I_{t+1} - X_{t+1} \quad (5.3)$$

onde, I_{t+1} representa o montante dos capitais investidos em $t+1$ e X_{t+1} o resultado líquido gerado durante o período $t+1$ ⁽¹⁵⁷⁾.

Substituído (5.3) em (5.2) tem-se,

$$\begin{aligned} V_t &= [(m + n)P_{t+1} - I_{t+1} + X_{t+1}] \frac{1}{1 + r_{t+1}} \\ &= (V_{t+1} - I_{t+1} + X_{t+1}) \frac{1}{1 + r_{t+1}} \end{aligned} \quad (5.4)$$

⁽¹⁵⁷⁾ Note-se que para uma empresa financiada exclusivamente por capitais próprios, a igualdade entre as origens e as aplicações de fundos, no momento $t+1$, assume a seguinte forma: $nP_{t+1} + X_{t+1} = nd_{t+1} + I_{t+1}$.

Uma vez que d_{t+1} desaparece da expressão (5.4) e visto que r_{t+1} , X_{t+1} e I_{t+1} são independentes de d_{t+1} , MM concluem que o valor das acções e, como consequência, o valor da empresa, no momento t , são independentes da política de dividendos. Aquele valor é, pois, função da taxa de rentabilidade exigida pelos investidores (r_{t+1}), do resultado líquido (X_{t+1}) e do valor de mercado das acções da empresa em $t+1$ (V_{t+1}). Por sua vez, V_{t+1} é função do resultado líquido, do valor dos novos investimentos, da taxa de rentabilidade exigida pelos investidores e do valor de mercado das acções da empresa no período seguinte ($t+2$), e assim sucessivamente. Deste modo, através de um raciocínio de recorrência, os autores demonstram aquilo que é conhecido pela sua proposição de neutralidade da política de dividendos: considerando a decisão de investimento dada, o valor da empresa é independente da sua política de dividendos.

Até agora, à semelhança de MM, admitiu-se que a empresa é financiada exclusivamente por capitais próprios. Todavia, a tese da neutralidade da política de dividendos sobre o valor da empresa permanece válida mesmo quando os dividendos são suportados por um acréscimo do endividamento. Esta conclusão apoia-se nas célebres proposições dos mesmos autores relativas ao custo do capital e à estrutura de financiamento da empresa. Como vimos na secção 1.2 do capítulo 1, MM, recorrendo a um mecanismo de arbitragem, mostraram que, à luz das hipóteses assumidas, o valor da empresa é independente da sua estrutura do capital. Assim, o modo de financiamento dos dividendos não tem qualquer influência sobre o valor da empresa.

Salvo raras excepções, as críticas às conclusões de MM (1961) prendem-se, não com a estrutura lógica do modelo em que se baseiam, mas sim com o realismo das suas hipóteses. Entre essas é de destacar, por agora, a ausência de impostos sobre os rendimentos dos investidores ou, a existirem, tratam-nos de forma não diferenciada. Esta hipótese, quando abandonada, tem gerado controvérsia no domínio teórico e empírico, no que se refere aos efeitos da fiscalidade na política de dividendos.

5.3. A carga fiscal sobre os dividendos *versus* mais-valias de acções

212

Considerando a existência de impostos sobre o rendimento dos investidores e que aqueles tratam de forma diferenciada as diferentes categorias de rendimento (dividendos e mais-valias), o modo como o resultado gerado pela empresa afliu ao património dos seus accionistas não será, para a generalidade destes, teoricamente indiferente. Como acontece nos Estados Unidos, em Portugal e em muitos outros sistemas fiscais, as mais-valias possuem, para a grande maioria dos investidores, um tratamento fiscal favorável relativamente aos dividendos, por duas razões fundamentais⁽¹⁵⁸⁾. Por um lado, em geral, são tributadas a uma menor taxa de imposto e, por outro, mesmo que este diferencial não existisse, a tributação das mais-valias, ao estar condicionada à sua realização, possibilita um diferimento no pagamento do imposto que incide sobre esta categoria de rendimento, traduzindo-se este diferimento numa redução da sua taxa efectiva de tributação⁽¹⁵⁹⁾.

Admitindo um sistema fiscal onde os dividendos são sistematicamente penalizados relativamente às mais-valias, Farrar e Selwyn (1967) mostraram, pela primeira vez, que as empresas deviam evitar os dividendos, com o intuito de minimizarem a carga fiscal dos seus accionistas e, assim, maximizarem o seu valor⁽¹⁶⁰⁾. Se a empresa distribui a totalidade dos seus resultados pela via de dividendos, o rendimento líquido de impostos do accionista i (Y_{id}) é dado por,

⁽¹⁵⁸⁾ Para um conhecimento desta matéria vide, entre nós, Cadilhe (1991).

⁽¹⁵⁹⁾ Constantinides (1983 e 1984), modelizou o efeito do diferimento do pagamento de impostos sobre os ganhos de capital na taxa efectiva de tributação desta categoria de rendimento, através do recurso à teoria das opções. Segundo o autor, o valor de mercado desta opção (*tax-timing option*) — dado pela diferença entre o imposto que seria pago no caso de as mais-valias se realizarem hoje e o que será pago na data da sua realização efectiva — capta os benefícios fiscais dos ganhos de capital a longo prazo.

⁽¹⁶⁰⁾ As empresas, ao procurarem minimizar a carga fiscal dos seus accionistas, aquando da escolha do meio para lhes fazer chegar os resultados por si gerados, estão a fazer com que aqueles aceitem uma taxa bruta de retorno (antes de imposto sobre o seu rendimento pessoal) inferior, relativamente à que impõem às acções das empresas que elegeram o meio para distribuir o seu resultado que mais os penalize fiscalmente, o que eleva a sua cotação.

$$Y_{id} = [(X - rD_c) (1 - \tau) - rD_i] (1 - \tau_{id}) \quad (5.5)$$

Se o resultado da empresa é dedicado, na íntegra, à compra de acções próprias, isto é, transformado em mais-valias imediatamente realizadas, o rendimento, líquido de impostos, do investidor i (Y_{ig}) é dado por,

$$\begin{aligned} Y_{ig} &= (X - rD_c) (1 - \tau) (1 - \tau_{ig}) - rD_i (1 - \tau_{id}) \\ &= [(X - rD_c) (1 - \tau) - rD_i] (1 - \tau_{ig}) + rD_i (\tau_{id} - \tau_{ig}) \end{aligned} \quad (5.6)$$

onde, X representa o resultado da empresa antes de juros e impostos sobre o rendimento societário; D_c e D_i o montante do endividamento da empresa e do investidor i , respectivamente; r a taxa de juro de mercado, por hipótese idêntica para empresas e particulares, e τ , τ_{id} e τ_{ig} as taxas marginais de imposto sobre o rendimento societário, o rendimento do investidor i proveniente de dividendos e de mais-valias, respectivamente.

Tendo em conta (5.5) e (5.6),

$$Y_{ig} = Y_{id} \times \frac{1 - \tau_{ig}}{1 - \tau_{id}} + rD_i (\tau_{id} - \tau_{ig}) \quad (5.7)$$

Sempre que $\tau_{id} > \tau_{ig}$, o rendimento líquido do accionista i é superior na situação em que o resultado da empresa é transformado em mais-valias imediatamente realizadas⁽¹⁶¹⁾. Assim, segundo os autores, as empresas em caso algum deviam distribuir dividendos se o seu objectivo fosse maximizar o rendimento líquido de impostos dos seus accionistas, podendo as ne-

⁽¹⁶¹⁾ No caso em que as mais-valias não são realizadas imediatamente, mas sim diferidas para uma data futura, reforça-se esta conclusão, pois o benefício da vantagem fiscal relativa das mais-valias é tanto maior quanto maior for o período de diferimento da sua realização.

cessidades de liquidez destes ser satisfeitas através de mecanismos como a compra de acções próprias ou a distribuição de acções gratuitamente⁽¹⁶²⁾.

A conclusão de que os investidores racionais possuem uma aversão fiscal aos dividendos, sempre que o sistema tributário os penalize relativamente às mais-valias, gerou uma assinalável controvérsia acerca dos efeitos fiscais sobre a procura e a oferta de dividendos. Desde logo, como argumentaram Miller e Scholes (1978), não é claro que os investidores sejam penalizados fiscalmente se a empresa distribuir dividendos — e, conseqüentemente, que tenham uma preferência por mais-valias relativamente aos dividendos —, caso aqueles possam adoptar estratégias que eliminem o diferencial de tributação entre as duas categorias de rendimento. Segundo os autores, tendo em conta a legislação fiscal americana vigente à data, os investidores podem seguir esquemas que lhes permitem converter os rendimentos recebidos a título de dividendos em ganhos de capital com impostos diferidos. Para ilustrar os seus argumentos atente-se no seguinte exemplo, que traduz, no essencial, o raciocínio dos autores. Considere-se um accionista que possui 2.000 acções, cuja cotação unitária é 10, de uma empresa cujo resultado líquido por título é 1. Deste, a empresa decidiu distribuir 0,50 e reter 0,50. Se o mercado valoriza a totalidade dos resultados retidos, cada acção, no final do período, passará a valer 10,50. Para neutralizar fiscalmente os 1.000 de dividendos recebidos, o investidor poderá recorrer a um empréstimo de 20.000 a uma taxa de 5% e, por exemplo, colocar essa importância numa aplicação sem risco a uma taxa idêntica (ex. fundos de investimento cuja carteira é inteiramente composta por títulos da dívida pública) ou, em alternativa, adquirir acções no mercado desta ou de outra

⁽¹⁶²⁾ Se os encargos financeiros do endividamento dos indivíduos não são dedutíveis para efeitos fiscais, como acontece em Portugal e em muitos sistemas fiscais europeus, tem-se

$$Y_{ig} = Y_{id} \times \frac{1 - \tau_{ig}}{1 - \tau_{id}} - rD_i \left(1 - \frac{1 - \tau_{ig}}{1 - \tau_{id}} \right)$$

Assim, sempre que $\tau_{id} > \tau_{ig}$, $Y_{ig} > Y_{id}$.

empresa, aumentando nesta situação o seu nível de risco. Na primeira situação considerada o investidor, sem alterar o seu grau de risco⁽¹⁶³⁾, evitou a tributação dos dividendos, na segunda transformou-os em ganhos de capital com tributação diferida.

Se a estratégia proposta por Miller e Scholes (1978) puder ser seguida com pequenos custos, os efeitos fiscais não são relevantes na política de dividendos das empresas. Porém, Peterson *et al.* (1985) argumentam que os custos da estratégia proposta são elevados e a evidência empírica revela que os investidores raramente a seguem. Nesta linha, Feenberg (1981), ao estudar um universo de aproximadamente 86 milhões de contribuintes, constatou que apenas pouco mais de 330 mil (os quais receberam uma fracção de 2,6% da totalidade dos dividendos distribuídos) recorreram à dedução dos juros suportados nos dividendos recebidos. Chaplinsky e Seyhun (1990) mostraram, também, que o mecanismo proposto por Miller e Scholes (1978 e 1982), para sustentar a tese da irrelevância dos efeitos fiscais na política de dividendos das empresas, se revela marginal no comportamento dos investidores, pois as principais fontes de exoneração de imposto dos dividendos encontram-se na exclusão da tributação de parte desta categoria de rendimento quando recebido por sociedades em geral, sociedades isentas, e na compensação permitida pelo investimento em fundos de pensões ou seguros de vida.

A conclusão de uma aversão dos investidores em geral aos dividendos, motivada pelos seus efeitos fiscais, tem merecido igualmente críticas sustentadas no enquadramento fiscal das diferentes categorias de investidores e na situação fiscal particular de cada accionista, em alguns daqueles grupos. Alguns investidores (ex. investidores isentos de imposto ou a quem é permitido o seu diferimento e investidores organizados sob a forma de

⁽¹⁶³⁾ O grau de risco a que está exposto o investidor não foi modificado, dado que a aplicação sem risco efectuada constitui a garantia do seu endividamento pessoal adicional.

sociedades), dado o seu enquadramento fiscal, não são penalizados fiscalmente pelo facto de o resultado da empresa afluir ao seu património pela via de dividendos, em lugar de mais-valias de acções, o mesmo acontecendo com aqueles que possuem parques rendimentos. Esta linha de argumentação tem constituído o principal fundamento dos trabalhos que defendem uma arbitragem fiscal à volta da data do pagamento dos dividendos (cupão) e, conseqüentemente, do fenómeno das «clientelas fiscais»⁽¹⁶⁴⁾. Estes trabalhos, de cariz fundamentalmente empírico, têm analisado o comportamento da cotação das acções à volta daquela data, bem como em momentos em que ocorrem alterações significativas e pontuais no enquadramento fiscal das diferentes categorias de rendimento (vide subsecções 5.4.2 e 5.4.3, onde são apresentadas as principais conclusões de cada um destes grupos de estudos).

Paralelamente, a hipótese de uma aversão dos investidores aos dividendos, motivada por efeitos fiscais, também tem sido contestada por alguns dos trabalhos em que se analisa a relação entre a política de dividendos das empresas e a taxa de rendibilidade ajustada face ao risco, antes de impostos pessoais, exigida pelos investidores às suas acções (vide subsecção 5.4.1). De acordo com aquela hipótese, *ceteris paribus*, a tributação diferenciada das diferentes categorias de rendimento dos investidores, ao penalizar os dividendos, relativamente às mais-valias, induz uma relação positiva entre o *dividend yield* das acções e a sua taxa de rendibilidade esperada. Assim, as acções das empresas que privilegiam a distribuição de dividendos possuem uma cotação inferior quando comparadas com as acções das empresas que optam pela retenção de resultados.

Modelização recente, iniciada por Harris e Kemsley (1999) e desenvolvida por Collins e Kemsley (2000), ao fornecer um suporte teórico que refuta a

⁽¹⁶⁴⁾ Repartição dos investidores, induzida por motivos fiscais, face à política de dividendos das empresas.

ideia da indesejabilidade da distribuição de dividendos, no que se refere ao valor da empresa, constitui um passo importante para esclarecer o *puzzle* dos dividendos⁽¹⁶⁵⁾. Dado que estes trabalhos, ao mesmo tempo que perfilam uma rotura com o pensamento vigente, relançam a questão dos efeitos fiscais sobre a política de dividendos das empresas, justifica-se que se lhes dê aqui algum destaque.

No primeiro trabalho é iniciada uma linha de modelização baseada na equação derivada por Ohlson (1995) para avaliar a cotação de uma acção, tendo em conta o valor actual dos rendimentos residuais esperados que essa mesma acção proporciona ao seu detentor, cuja formalização matemática é a seguinte:

$$P_{it} = BV_{it} + \sum_{k=1}^{\infty} \rho_i^{-k} E_t [NI_{it+k} - (\rho_i - 1)BV_{it+k-1}] \quad (5.8)$$

onde,

- P_{it} = cotação de uma acção da empresa i no momento t ;
- BV_{it} = valor contabilístico de cada acção da empresa i no momento t ;
- NI_{it} = resultado líquido por acção da empresa i no momento t ;
- $\rho_i = 1 +$ taxa exigida a uma aplicação com idêntica maturidade e risco;
- E_t = expectativas dos investidores no momento t .

Como facilmente se depreende da leitura da equação apresentada, o valor de cada acção da empresa i é obtido através da soma do seu valor contabilístico com o valor actual dos rendimentos residuais esperados que a mesma proporciona⁽¹⁶⁶⁾. Esta equação, apesar de indirectamente ter em

⁽¹⁶⁵⁾ *Puzzle* que reside no facto de as empresas privilegiarem a distribuição de dividendos enquanto meio para fazer chegar ao património dos seus accionistas os resultados por si gerados, mesmo quando estes, em sede de imposto sobre o rendimento pessoal, são tributados de uma forma mais pesada do que as mais-valias de acções.

⁽¹⁶⁶⁾ Os rendimentos residuais considerados no período k são dados pela diferença entre o resultado líquido da empresa nesse período e o valor contabilístico das acções no período anterior vezes a taxa de juro exigida a uma aplicação com idêntica maturidade e risco.

conta os impostos sobre o rendimento da sociedade, ao considerar os seus resultados líquidos, ignora os impostos sobre os rendimentos dos investidores: mais-valias de acções e dividendos.

Harris e Kemsley (1999) alargam o modelo anterior incorporando-lhe, explicitamente, os impostos pessoais sobre os dividendos. Considerando que os resultados retidos acumulados por acção (RE) se encontram sujeitos a tributação aquando da sua distribuição, derivam a seguinte expressão, alternativa à (5.8):

$$P_{it} = BV_{it} - \tau_d RE_{it} + \sum_{K=1}^{\infty} \rho_i^{-K} E_t \left[(1 - \tau_d) NI_{it+K} - (\rho_i - 1) (BV_{it+K-1} - \tau_d RE_{it+K-1}) \right] \quad (5.9)$$

onde, τ_d representa a taxa marginal de imposto aplicável ao accionista que recebe os dividendos.

De acordo com o modelo apresentado, a consideração do imposto pessoal sobre os dividendos distribuídos aos sócios não constitui para estes uma penalização fiscal incremental. Se a empresa retém os resultados gerados em lugar de distribuir dividendos, intuitivamente, como é sublinhado por Collins e Kemsley (2000), quando os accionistas vendem as suas acções transmitem as obrigações fiscais sobre os resultados retidos aos novos accionistas, assumindo estes o compromisso de as pagar quando a empresa se decidir pela sua distribuição. Este compromisso reflectir-se-á no preço a pagar por cada acção, se se considerar que o mercado é eficiente. Esta conclusão deriva do facto de o modelo apresentado considerar que o período em que os resultados são distribuídos não influencia o valor actual da totalidade do imposto a pagar sobre os resultados retidos, no momento em que são distribuídos, sempre que estes são reinvestidos e geram um acréscimo do resultado da empresa, pois considera que este acréscimo é

proporcional ao do imposto a pagar, em virtude do diferimento do seu pagamento⁽¹⁶⁷⁾.

O modelo até agora apresentado deixa de fora a tributação do rendimento dos investidores proveniente de mais-valias de acções, ao não reconhecer que, para além dos dividendos, as empresas podem recorrer a outros meios para fazerem chegar ao património dos seus accionistas os resultados por si gerados (ex. compra de acções próprias). Este facto leva Collins e Kemsley (2000) a incluir no modelo o imposto pessoal sobre as mais-valias de acções. Para o efeito, os autores começam por identificar as mais e menos-valias de acções reconhecidas pelos accionistas que adquirem os títulos da empresa i no momento t , pelo preço P_{it} , e os esperam vender, um período após, pelo preço P_{it+1} . Neste caso, a mais (menos) valia esperada pelo accionista é dada por $E_{it}(P_{it+1} - P_{it})$ e o valor actual dos impostos a pagar, sobre esse rendimento (A_{it}), por:

$$A_{it} = \rho_i^{-1} E_t \tau_g^* (P_{it+1} - P_{it}) \quad (5.10)$$

onde, $\tau_g^* = \tau_g / (1 - \tau_g)$, em que τ_g representa a taxa marginal de imposto aplicável ao accionista que realiza a mais-valia. A taxa τ_g^* é assim definida para se reconhecer, explicitamente, que P_{it} e P_{it+1} dependem da taxa τ_g a que os investidores esperam vir a estar sujeitos⁽¹⁶⁸⁾.

Assumindo que o comprador de uma acção no momento t a espera vender no período $t+1$ e este, por sua vez, a espera revender um período após — e assim sucessivamente — e que os diferentes investidores possuem

⁽¹⁶⁷⁾ Isto é, o valor actual do imposto a pagar sobre os resultados retidos e reinvestidos, aquando da sua distribuição, é dado por $\tau_d(\rho^n RE) / \rho^n = \tau_d RE$, ou seja, é independente do valor de n .

⁽¹⁶⁸⁾ Especificamente, se P_{it} e P_{it+1} representam, nos momentos t e $t+1$, os valores de uma acção após a consideração do imposto sobre o rendimento pessoal dos accionistas, dividindo aqueles valores por $(1 - \tau_g)$ obtêm-se as cotações antes dos impostos, implicitamente considerados pelos investidores, quando estabelecem no mercado os preços a que estão dispostos a transaccionar os títulos.

as mesmas expectativas, o valor actual dos impostos a pagar, em sede de imposto sobre o rendimento pessoal dos investidores, quando considerada a totalidade das mais e menos-valias futuras do título, é dado por⁽¹⁶⁹⁾:

$$A_{it} = \sum_{K=1}^{\infty} \rho_i^{-k} E_t \tau_g^* (P_{it+k} - P_{it+k-1}) \quad (5.11)$$

Recorrendo à expressão (5.9) e representando por G_{it} o valor actual, no momento t , da totalidade dos rendimentos residuais futuros da empresa i (isto é, a terceira parcela incluída no segundo membro daquela expressão), ou seja, o seu «*economic goodwill*», podemos reescrever (5.11) do seguinte modo:

$$A_{it} = \sum_{K=1}^{\infty} \rho_i^{-k} E_t \tau_g^* \left[(BV_{it+k} - \tau_d RE_{it+k} - BV_{it+k-1} + \tau_d RE_{it+k-1}) + (G_{it+k} - G_{it+k-1}) \right] \quad (5.12)$$

Tendo em conta que a alteração no valor contabilístico de cada acção do período t para o período $t+1$ é igual aos resultados reinvestidos no período $t+1$, depois de corrigidos os efeitos fiscais implícitos, isto é, $(BV_{it+1} - \tau_d RE_{t+1}) - (BV_{it} - \tau_d RE_{it}) = (1 - \tau_d) NI_{it+1} - (1 - \tau_d) D_{it+1}$, onde D_{it+1} representa o resultado distribuído por acção no período $t+1$, podemos reescrever a equação (5.12) do seguinte modo,

$$A_{it} = \sum_{K=1}^{\infty} \rho_i^{-k} E_t \tau_g^* \left[(1 - \tau_d) NI_{it+k} - (1 - \tau_d) D_{it+k} + (G_{it+k} - G_{it+k-1}) \right] \quad (5.13)$$

⁽¹⁶⁹⁾ A hipótese assumida pelos autores, de que os investidores apenas detêm os títulos durante um período, embora simplifique a expressão matemática que lhes permite obter o valor actual dos impostos sobre os rendimentos pessoais esperados, ignora o facto de que aquele valor é decrescente com o número de períodos em que o investidor detém os títulos, como é por si reconhecido.

Com o intuito de simplificarem esta expressão os autores assumem, como hipótese, que G se mantém constante ao longo do período em que cada investidor detém os títulos⁽¹⁷⁰⁾. No quadro desta hipótese, A_{it} é dada por,

$$A_{it} = \sum_{K=1}^{\infty} \rho_i^{-k} E_t \tau_g^* [(1-\tau_d)NI_{it+k} - (1-\tau_d)D_{it+k}] \quad (5.14)$$

Assumindo que os investidores, aquando da valorização dos títulos, têm em conta o valor actual dos fluxos de rendimento esperados, líquidos de impostos, a cotação das acções no momento presente (momento t) decresce no montante do valor actual dos impostos a suportar sobre as mais-valias esperadas. Assim, subtraindo (5.14) a (5.9) obtém-se a cotação de cada acção da empresa i no momento t , da seguinte forma,

$$P_{it} = BV_{it} - \tau_d RE_{it} + \sum_{k=1}^{\infty} \rho_i^{-k} E_t \left[(1-\tau_d)(1-\tau_g^*)NI_{it+k} + (1-\tau_d)\tau_g^* D_{it+k} - (\rho_i - 1)(BV_{it+k-1} - \tau_d RE_{it+k-1}) \right] \quad (5.15)$$

Por fim, tendo em conta que o resultado líquido da empresa (NI) de cada período pode ser dividido em duas parcelas, face ao seu destino (resultado líquido retido e reinvestido, RNI , e resultado distribuído, D , isto é, $NI=RNI+D$), podemos reescrever a expressão (5.15) do seguinte modo:

$$P_{it} = BV_{it} - \tau_d RE_{it} + \sum_{K=1}^{\infty} \rho_i^{-k} E_t \left[RNI_{it+k} - \tau_d RNI_{it+k} - \tau_g^*(1-\tau_d)RNI_{it+k} + D_{it+k} - \tau_d D_{it+k} - (\rho_i - 1)(BV_{it+k-1} - \tau_d RE_{it+k-1}) \right] \quad (5.16)$$

⁽¹⁷⁰⁾ Embora reconheçam que as alterações do «*economic goodwill*» são uma função de vários factores – onde se incluem as expectativas dos investidores – os autores, apesar de considerarem restritiva a hipótese admitida relativa ao seu comportamento para efeitos de simplificação da expressão (5.13), defendem que as principais conclusões do seu modelo não se alteram quando são admitidas outras hipóteses acerca da sua evolução.

A leitura dos resultados do modelo apresentado, sintetizados em (5.16), levou os autores a concluir o seguinte:

- (i) Os impostos sobre os rendimentos pessoais dos investidores, quer estes revistam a forma de mais-valias, quer de dividendos, reduzem a avaliação implícita que os mesmos fazem da proporção dos resultados gerados pela empresa e que são retidos e reinvestidos.
- (ii) Enquanto que os resultados esperados, retidos e reinvestidos, são sujeitos aos dois impostos pessoais (dividendos e mais-valias) na avaliação implícita que os investidores fazem das acções da empresa, os resultados distribuídos, sobre a forma de dividendos, apenas são sujeitos ao imposto pessoal sobre os dividendos aquando da referida avaliação. Assim, as empresas poderão eliminar as mais-valias, e os impostos pessoais que lhes estão subjacentes, se recorrerem à distribuição regular dos seus resultados. Esta conclusão encontra-se na linha do meio escolhido pelas empresas, com maior frequência, para canalizarem os resultados por si gerados para o património dos seus accionistas.
- (iii) Os impostos pessoais sobre os dividendos reduzem a avaliação que os investidores fazem dos resultados acumulados, retidos em períodos anteriores, ao contrário do que acontece com os impostos pessoais sobre as mais-valias, que em nada afectam a avaliação daqueles resultados. Esta conclusão, segundo Collins e Kemsley (2000), deve-se ao facto de os investidores corrigirem a avaliação das acções que adquirem, na exacta medida dos compromissos fiscais que assumem, caso a empresa opte por distribuir no período os resultados gerados e retidos em períodos anteriores.

A conjugação destes resultados sugere que, quando considerados, em simultâneo, os impostos pessoais sobre os dividendos e as mais-valias de

acções, bem como os seus efeitos na avaliação implícita dos resultados gerados pela empresa e retidos, a distribuição de dividendos não penaliza fiscalmente os accionistas, como é vulgarmente assumido. À luz do modelo apresentado, a avaliação das acções, ao considerar os impostos sobre os dividendos, leva a que os accionistas incorram neles, quer a empresa retenha os resultados gerados, quer distribua dividendos. Se retém os resultados, embora os accionistas não paguem directamente os impostos sobre os dividendos, fazem-no indirectamente ao venderem as acções por um preço descontado desses impostos. Assim, nas palavras de Collins e Kemsley (2000, p. 425), «the only incremental tax effect of paying dividends is to reduce taxes on capital gains, so, all being equal, managers could enhance firm value by paying dividends whenever the firm's profitable investment opportunities have been exhausted».

Como é realçado pelos próprios autores, as conclusões do modelo apresentado não devem ser consideradas definitivas — mas sim pistas para futuras investigações de carácter empírico —, por dois motivos fundamentais. Em primeiro lugar, porque assentam na hipótese de que o valor de mercado de uma empresa é uma função do seu valor contabilístico e do valor actual dos seus fluxos de rendimentos residuais esperados, bem como naquelas hipóteses que foram consideradas para efeitos de simplificação da expressão final do modelo. Em segundo lugar, porque os resultados empíricos obtidos quando o modelo foi sujeito a avaliação, pelos próprios autores, tendo por base uma amostra de empresas norte-americanas, revelam a necessidade de se olhar para as conclusões do modelo com algumas cautelas. Em particular, apesar de os resultados obtidos, na generalidade, sugerirem que os investidores descontam, na avaliação que fazem das acções da empresa, os impostos pessoais sobre os resultados retidos a que esperam vir a estar sujeitos aquando da sua distribuição, alguns desses resultados evidenciam que o desconto daqueles impostos não é completo.

5.4. Testes à hipótese da aversão dos investidores aos dividendos, motivada por efeitos fiscais

Se no domínio do debate teórico a hipótese da aversão dos investidores aos dividendos — sempre que o sistema fiscal os penalize relativamente às mais-valias — e os seus efeitos na cotação das acções têm gerado controvérsia, o mesmo se passa no campo da investigação empírica. Os testes a esta hipótese têm seguido, fundamentalmente, três vias. Uma tem procurado testar em que medida os investidores são guiados por considerações relativas à taxa de rendibilidade e risco dos activos (depois de impostos pessoais), aquando da composição da sua carteira de títulos. Em particular, tem-se centrado no estudo da relação existente entre a taxa de rendibilidade ajustada face ao risco, exigida a cada acção, e o seu *dividend yield*⁽¹⁷¹⁾. Outra tem estudado o comportamento da cotação das acções à volta da data em que passam a ser negociadas sem direito ao próximo dividendo (*ex-dividend period*). Por fim, um terceiro grupo de estudos empíricos tem analisado, por um lado, o efeito da política de dividendos das sociedades sobre a cotação das suas acções, em momentos em que registam alterações pontuais e significativas na tributação relativa das diferentes categorias de rendimento e, por outro, o efeito destas alterações na própria política de dividendos.

5.4.1. *Dividend yield* e taxa de rendibilidade exigida ajustada face ao risco

Partindo do pressuposto de que os investidores valorizam a taxa de retorno esperada, líquida de impostos pessoais, nas decisões que tomam

⁽¹⁷¹⁾ A verificação da hipótese segundo a qual os investidores são avessos aos dividendos, requer que aqueles exijam uma taxa de rendimento ajustada face ao risco superior às acções com um elevado *dividend yield* — comparativamente àquela que é exigida às acções das empresas que privilegiam a retenção dos seus resultados — para os compensar da penalização fiscal a que estão sujeitos.

relativas à composição da sua carteira de títulos, Brennan (1970) integrou no modelo de avaliação de activos financeiros (*Capital Asset Pricing Model* – CAPM)⁽¹⁷²⁾ os impostos sobre os rendimentos dos investidores gerados por acções (dividendos e mais-valias), obtendo uma versão modificada daquele modelo, que pode ser sintetizada da seguinte forma:

$$E(r_{it} - rf_t) = a_1 \beta_{it} + a_2 (d_{it} - rf_t) \quad (5.17)$$

onde, r_{it} é a taxa de retorno do activo i no período t ; rf_t é a taxa de retorno das aplicações consideradas isentas de risco no período t ; β_{it} é o indicador de medida do risco sistemático do activo i no período t ; a_1 é o coeficiente que expressa a influência do risco sistemático do activo sobre r_{it} ; d_{it} é o *dividend yield* do activo i no período t e a_2 [em que $a_2 = (\tau_d - \tau_g)/(1 - \tau_g)$]⁽¹⁷³⁾ é o coeficiente que expressa a influência de d_{it} sobre r_{it} .

Nesta versão modificada o CAPM estabelece que, em equilíbrio, a taxa de retorno esperada das acções de uma dada sociedade é uma função linear do seu grau de risco sistemático e do seu *dividend yield* esperado. Assim, se $\tau_d > \tau_g$ qualquer que seja o investidor considerado, ou seja, se $a_2 > 0$, a conclusão a retirar do modelo é que, em equilíbrio, os investidores exigem às acções com maior *dividend yield* uma taxa de retorno superior para os compensar da penalização fiscal a que estão sujeitos os dividendos, relativamente às mais-valias.

A hipótese de que $\tau_d > \tau_g$, na qual assentam, em grande parte, as conclusões de Brennan, como se referiu na secção anterior, não é validada para todos os investidores. Neste sentido, para testar em que medida a política

⁽¹⁷²⁾ Modelo onde se relaciona a rendibilidade esperada de um dado investimento com o seu grau de risco. O leitor interessado na formalização inicial deste modelo, e nas hipóteses que lhe estão subjacentes, poderá consultar, entre outros, Ross *et al.* (1999), capítulo 10.

⁽¹⁷³⁾ De acordo com a notação que temos vindo a utilizar, τ_d e τ_g representam, respectivamente, as taxas marginais de tributação a que estão sujeitos os dividendos e as mais-valias auferidas pelos investidores em sede de imposto sobre o seu rendimento pessoal.

de dividendos das empresas afecta a taxa de rendibilidade exigida às suas acções e, conseqüentemente, o seu valor, os estudos empíricos têm vindo a utilizar versões modificadas do modelo CAPM, na linha da que foi proposta por Brennan. No entanto, os seus resultados, ao mostrarem-se fortemente contraditórios, têm gerado uma acesa discussão no que se refere aos efeitos da fiscalidade na política de dividendos das sociedades. Black e Scholes (1974), num trabalho que é considerado pela literatura como um marco neste domínio, testaram aquela relação recorrendo ao seguinte modelo:

$$E(r_{it}) = a_0 + a_1\beta_{it} + a_2 \frac{d_{it}}{d_{mt}} + u_{it} \quad (5.18)$$

em que, $a_1 = E(r_{mt}) - r_{ft}$ e $a_0 = r_{ft}$, onde, r_{mt} é a taxa de retorno de mercado no período t ; d_{mt} é o *dividend yield* de mercado no período t ; u_{it} é o termo de erro do modelo e as restantes variáveis assumem a designação referida atrás⁽¹⁷⁴⁾.

A verificação da hipótese de que a política de dividendos da empresa afecta a taxa de retorno exigida pelos investidores aos seus títulos, requer que o coeficiente a_2 seja estatisticamente diferente de zero. O modelo foi estimado tendo por base 25 carteiras de acções — classificadas em 5 classes, de acordo com a sua taxa de retorno⁽¹⁷⁵⁾ — e cotações mensais, recolhidas durante o período compreendido entre Janeiro de 1936 e Março de 1966, de todas as acções cotadas na *New York Stock Exchange* (NYSE). Os resultados da estimação do modelo, durante a totalidade do período

⁽¹⁷⁴⁾ $E(r_{it})$ e $E(r_{mt})$ foram obtidos através da extrapolação de valores históricos das variáveis em questão; d_{it} foi obtido através da soma dos dividendos distribuídos por cada título que compõe a carteira nos doze meses que antecedem o momento t , divididos pelo valor da carteira no momento t , e d_{mt} foi medido pelo *dividend yield* de mercado nos doze meses anteriores ao momento t .

⁽¹⁷⁵⁾ Ao nível de cada uma das classes, as carteiras de acções são, ainda, classificadas de acordo com o seu grau de risco sistemático. Este procedimento, ao permitir agrupar as carteiras de títulos em classes mais homogêneas de risco, permite, como é realçado pelos autores, isolar os efeitos da política de dividendos das empresas sobre a taxa de rendibilidade exigida pelos investidores aos seus títulos.

de estudo (1936-1966) e nos diferentes subperíodos analisados, revelaram que o parâmetro a_2 não é estatisticamente diferente de zero em nenhum dos casos⁽¹⁷⁶⁾. Em face desta evidência, os autores concluíram que «it is not possible to demonstrate, using the best empirical methods, that the expected returns on high yield common stock differ from the expected returns on low yield common stocks either before or after taxes» (p.1), o mesmo é dizer, a política de dividendos das empresas, mantendo-se todo o resto constante, não possui impacto sobre o valor das suas acções.

O estudo empírico de Black e Scholes (1974) — e, conseqüentemente, a conclusão da irrelevância da política de dividendos sobre o valor empresa — foi criticado, desde logo, por Rosenberg e Marathé (1979), pelo facto de se apoiar em carteiras de acções e não em títulos individuais. A esta crítica acresce a que lhe é dirigida por Litzenberger e Ramaswamy (1979), ao notarem que o indicador do *dividend yield* utilizado (soma dos dividendos distribuídos por cada título que compõe a carteira nos doze meses que antecedem o momento t , divididos pelo valor da carteira no momento t) não permite detectar, a existir, o efeito da fiscalidade na taxa de rendibilidade exigida, dado que não distingue os meses em que as acções são transaccionadas com direito ao próximo dividendo (*cum-dividend period*), dos meses em que tal não acontece (*ex-dividend period*). Segundo estes autores, se os investidores possuem uma aversão aos dividendos por razões de ordem

⁽¹⁷⁶⁾ Os principais resultados obtidos por Black e Scholes (1974) são sumariados na tabela seguinte:

Período	$\hat{\beta}$	\hat{a}_2	$t_{\hat{a}_2}$	d_{it}	d_{mt}
1936-1966	-0,01	0,0009	0,94	0,044	0,048
1947-1966	0,08	0,0009	0,90	0,047	0,049
1936-1946	-0,01	0,0011	0,54	0,036	0,046
1947-1956	0,11	0,0002	0,19	0,054	0,060
1957-1966	-0,14	0,0016	0,99	0,040	0,038
1940-1945	0,15	0,0018	0,34	0,051	0,052

Fonte: Black e Scholes (1974, p. 14).

fiscal, esta será mais vincada nos períodos em que recebem os dividendos e pagam o respectivo imposto, isto é, se os investidores são avessos ao recebimento de dividendos, devido à penalização fiscal a que estes estão sujeitos, será de esperar uma correlação positiva, entre o *dividend yield* e a taxa de retorno exigida aos títulos, mais elevada nos períodos *ex-dividend* comparativamente à observada fora destes períodos.

Litzenberger e Ramaswamy (1979) testaram esta hipótese recorrendo à variante do CAPM proposta por Brennan (1970) (vide expressão 5.17)⁽¹⁷⁷⁾ e a observações mensais de uma amostra de acções cotadas na *New York Stock Exchange*, entre 1936 e 1977. Os seus testes envolveram três etapas. Numa primeira, foi estimado, através de um modelo de regressão, o risco sistemático de cada título — isto é, o seu β — para cada um dos meses do período do teste⁽¹⁷⁸⁾. Numa segunda, tendo em conta o beta da acção i no mês t , estimado na primeira etapa — isto é β_{it} — foi estimado o *dividend yield* esperado no mês t de cada título i , d_{it} . Finalmente, foram estimados os coeficientes a_1 e a_2 do modelo, bem como a sua significância estatística.

Os resultados obtidos, em contraste com os de Black e Scholes (1974), mostraram que o *dividend yield* das acções exerce um efeito positivo, estatisticamente significativo, na sua taxa de rendibilidade esperada. Os valores obtidos para a_2 (23,4%, se considerado o período da análise — 1936-1977 —, com extremos de 40,8% e 1,8%, quando foram considerados os subperíodos compreendidos entre 1941-1947 e 1955-1961, respectivamente), levaram os autores a concluir que os investidores exigem um acréscimo na taxa de rendibilidade esperada, antes de impostos, avaliado, em média, em 23% do

⁽¹⁷⁷⁾ O modelo estimado foi o seguinte: $E(r_{it} - rf_t) = a_0 + a_1\beta_{it} + a_2(d_{it} - rf_t) + u_{it}$.

⁽¹⁷⁸⁾ O modelo de regressão utilizado foi o seguinte:

$$r_{it} - rf_t = a_i + \beta_{it}(rm_t - rf_t) + u_{it} \quad t = t-60, \dots, t-1$$

onde, r_{it} é a taxa de retorno do activo i no período t ; rf_t é a taxa de retorno das aplicações consideradas isentas de risco no período t ; β_{it} é o indicador de medida do risco sistemático do activo i no período t ; rm_t é a taxa de retorno de mercado do período t e u_{it} é o termo de erro do modelo.

dividend yield dos títulos, para os compensar da penalização fiscal a que os dividendos estão sujeitos⁽¹⁷⁹⁾. Isto é, de acordo com os resultados obtidos, para os investidores, em média, uma unidade monetária de dividendos é equivalente a 0,77 unidades monetárias de ganhos de capital.

Miller e Scholes (1982), ao mesmo tempo que criticam a metodologia seguida por Litzenberger e Ramaswamy, lançam fortes suspeitas sobre a interpretação que é feita dos resultados obtidos. Segundo eles, a utilização de dados mensais (taxa de rendibilidade e *dividend yield*) introduz enviesamentos nos resultados por duas razões fundamentais: (i) não incluem na análise que as empresas, por uma qualquer razão e sem prevenirem, podem decidir suspender a distribuição de um ou mais dos dividendos periódicos⁽¹⁸⁰⁾ e (ii) não permitem distinguir os efeitos informacionais⁽¹⁸¹⁾, associados ao anúncio dos dividendos, dos efeitos fiscais. Como argumentam os autores, quando os momentos do anúncio dos dividendos a distribuir e o seu pagamento ocorrem no mesmo mês, como aconteceu em cerca de 1/3 dos casos estudados por Litzenberger e Ramaswamy, as variações da cotação das acções e, conseqüentemente, das suas taxas de rendibilidade esperadas, para além de um eventual efeito fiscal, podem dever-se ao efeito informativo ou de sinalização resultante das alterações não esperadas pelo mercado da política de dividendos das empresas. Assim, a relação positiva encontrada por Litzenberger e Ramaswamy, entre o *dividend yield* das acções e a sua taxa de retorno esperada, pode dever-se aos efeitos de anúncio, e não a efeitos fiscais. Com o intuito de distinguir estes eventuais

⁽¹⁷⁹⁾ Na linha dos resultados obtidos por Litzenberger e Ramaswamy (1979), Gordon e Bradford (1980), Morgan (1982) e Elton *et al.* (1983), ao estimarem a variante do CAPM proposta por Brennan (1970), com base em dados mensais, obtiveram também estimativas positivas, estatisticamente significativas, para o parâmetro que expressa o impacto do *dividend yield* dos títulos na sua taxa de retorno esperada.

⁽¹⁸⁰⁾ Segundo Miller e Scholes, a declaração de suspensão de distribuição de dividendos de um período, ao não ser do conhecimento do mercado durante esse mesmo período, tende a criar uma falsa relação entre a taxa de retorno dos títulos e o seu *dividend yield* quando se utilizam dados mensais, pois a probabilidade de tal suspensão acontecer é bastante mais elevada comparativamente à situação em que se utilizam dados anuais.

⁽¹⁸¹⁾ Estes efeitos serão estudados no capítulo 7.

efeitos, Miller e Scholes estimaram o modelo antes e depois de procederem a reajustamentos na base de dados utilizada, isto é, antes e depois de retirarem da amostra todos os casos em que os dividendos são anunciados e pagos no mesmo mês.

Como mostram os resultados obtidos por Miller e Scholes, sintetizados na Tabela 5.1, a estimativa do efeito do *dividend yield* na taxa de rendibilidade esperada (dado pelo coeficiente a_2) depende fortemente da forma como foi medido o *dividend yield*. Os autores estimaram o modelo admitindo quatro situações distintas. Na primeira, foi considerado o *dividend yield* corrente, isto é, sem ser corrigido dos efeitos de anúncio. Numa segunda fase, retomaram o *dividend yield* considerado no modelo de Litztenberger e Ramaswamy, corrigindo-o nos casos em que os dividendos foram anunciados e pagos no mesmo mês. Nestas situações, o *dividend yield* foi estimado com base no último dividendo conhecido. Num terceiro cenário, o *dividend yield* foi medido com base nos dividendos distribuídos pela empresa nos últimos 12 meses. Por fim, o modelo foi ainda estimado considerando apenas as empresas que distribuíram dividendos e cujo anúncio ocorreu pelo menos um mês antes da data do seu pagamento.

Tab. 5.1 – Efeito do *dividend yield* sobre a taxa de rendibilidade esperada, de acordo com Miller e Scholes (1982)

Definição do <i>dividend yield</i>	\hat{a}_1	\hat{a}_2
<i>Dividend yield</i> Corrente	0,0024 (1,6)	0,3173 (10,2)
<i>Dividend yield</i> do modelo L&R corrigido	0,0022 (1,4)	0,1794 (6,1)
<i>Dividend yield</i> dos últimos 12 meses	0,0019 (1,3)	0,0376 (1,3)
Apenas se consideram as empresas que efectivamente distribuíram dividendos e cujo anúncio ocorreu antecipadamente	0,0035 (2,2)	0,0135 (0,1)

Estatísticas t entre parêntesis.

O facto de o coeficiente a_2 se ter revelado estatisticamente significativo nas duas primeiras situações e não significativo quando é expurgado o efeito informativo dos dividendos dos indicadores de medida do *dividend yield* leva os autores a concluir que a distribuição de dividendos afecta a taxa de rendibilidade esperada das acções, fundamentalmente porque veicula informação ao mercado acerca das perspectivas futuras da empresa. Uma vez neutralizado o efeito informativo dos dividendos, o suposto efeito fiscal defendido por Litzenberger e Ramaswamy desaparece.

No mesmo sentido das conclusões de Miller e Scholes (1982), Hess e Gibbons (1982), ao não encontrarem qualquer relação sistemática entre as taxas de retorno dos títulos e os seus *dividend yields*, argumentam que aquela relação é bastante complexa para ser explicada apenas pelos efeitos fiscais. Segundo os autores, os resultados de muitos dos estudos empíricos que têm encontrado uma relação positiva entre as taxas de retorno dos títulos e os seus *dividend yields*, justificando-a apenas com base em efeitos fiscais, podem encontrar-se enviesados por virtude do *dividend yield* também constituir uma *proxy* da alteração do risco dos títulos e, conseqüentemente, da sua taxa de retorno esperada.

Em resposta às críticas que lhes são dirigidas, Litzenberger e Ramaswamy (1982) refazem a sua análise utilizando diferentes medidas para o *dividend yield* (medida utilizada inicialmente pelos autores e estimada a partir de um modelo auto-regressivo). Para eliminarem o efeito informativo atribuído à distribuição de dividendos, dividiram a sua amostra original em duas subamostras: uma compreendia os casos em que o dividendo é anunciado e pago no mês do teste e a outra incluía as empresas cujo dividendo a distribuir fora anunciado no mês anterior ao do teste. Os resultados obtidos, sintetizados na Tabela 5.2, evidenciaram que o coeficiente a_2 permanece estatisticamente significativo em todos os cenários considerados, apesar de o seu valor diminuir quando comparado com o obtido no estudo anterior dos

mesmos autores. Em face desta evidência, os autores voltaram a reafirmar a sua conclusão inicial: os investidores exigem às acções com um maior *dividend yield* uma maior taxa de retorno, para os compensar da penalização fiscal a que estão sujeitos em sede de imposto sobre o rendimento das pessoas singulares.

Tab. 5.2 – Efeito do *dividend yield* sobre a taxa de rendibilidade esperada, de acordo com Litzenberger e Ramaswamy (1982)

Medida do <i>dividend yield</i>	\hat{a}_1	\hat{a}_2
Medida utilizada por L & R (1979)	0,0048 (2,15)	0,233 (8,79)
Estimada através de um do modelo auto-regressivo	0,0047 (2,08)	0,151 (5,39)
Amostra restrita aos casos cujo dividendo a distribuir foi anunciado no mês anterior ao do teste	0,0053 (2,33)	0,135 (4,38)

Estatísticas t entre parêntesis.

Quando Litzenberger e Ramaswamy incluem no modelo uma variável fictícia (*dummy*) para considerarem explicitamente se a não distribuição de dividendos, por parte de algumas das empresas incluídas na amostra, afecta a relação encontrada entre a taxa de retorno esperada e o *dividend yield*, concluem que a significância estatística, bem como o valor do coeficiente a_2 , aumentam e que o coeficiente da variável fictícia é igualmente positivo e significativo⁽¹⁸²⁾. Estes resultados, ao merecerem o apoio de outros estudos empíricos como os de Blume (1980) e Elton *et al.* (1983), ao mesmo tempo que geraram alguma perplexidade na comunidade científica, lançaram fortes

⁽¹⁸²⁾ O modelo agora considerado, além das variáveis habituais, inclui a variável Z_{it} , que é igual a um se a empresa i não distribui dividendos no período t e zero no caso contrário, possuindo a seguinte formulação:

$$E(r_{it} - rf_t) = a_0 + a_1\beta_{it} + a_2(d_{it} - rf_t) + a_3Z_{it} + u_{it}$$

dúvidas sobre o papel dos efeitos fiscais na relação positiva encontrada entre o *dividend yield* esperado dos títulos e a sua taxa de retorno e, consequentemente, sobre os efeitos fiscais na política de dividendos das empresas. A constatação empírica de que, em equilíbrio, a taxa de rendibilidade exigida aos títulos das empresas que não distribuem dividendos excede, em média, a mesma taxa exigida aos títulos que possuem um elevado *dividend yield* esperado, associada ao acréscimo de valor e significância estatística do coeficiente que expressa a relação entre estas duas variáveis (coeficiente a_2), leva Summers (1982) a colocar a hipótese de que a relação positiva vulgarmente observada entre estas duas variáveis é motivada, quer pelo diferente grau de risco sistemático que os diferentes títulos representam para os investidores, quer por motivos de ordem fiscal, não sendo, por isso, uma relação linear⁽¹⁸³⁾. A base do seu argumento reside no facto de os títulos das empresas que não distribuem dividendos apresentarem um maior risco sistemático. Este argumento é confirmado empiricamente por Keim (1985) e Christie (1990), entre outros, ao estimarem e compararem os coeficientes de risco sistemático (Betas) das empresas que não distribuíram dividendos com os daquelas que os distribuíram. Adicionalmente, Christie (1990), seguindo as explicações avançadas por Miller e Scholes (1982) para explicarem os resultados obtidos por Blume (1980) — vide nota anterior —, utilizou um modelo onde se procura controlar o efeito da dimensão das empresas na relação entre a taxa de retorno esperada e o *dividend yield*.

⁽¹⁸³⁾ Esta hipótese encontra-se na linha dos resultados obtidos por Blume (1980), onde se evidencia uma relação *U-shaped* entre as taxas de rendibilidade ajustadas face ao risco e os *dividend yields* esperados. Esta relação sugere que o mercado exige um prémio de retorno, quer às empresas que não distribuem dividendos, quer àquelas que distribuem elevados dividendos. Segundo Miller e Scholes (1982), esta relação deve-se ao facto de a amostra de Blume incluir um número elevado de empresas de reduzida dimensão. Assim, de acordo com estes autores, a relação encontrada deve-se ao efeito dimensão, aos efeitos informativos e, residualmente, aos efeitos fiscais da política de dividendos das empresas. Han e Khaksari (1996), ao estimarem o CAPM, não encontraram qualquer relação positiva, estatisticamente significativa, entre as taxas de retorno esperadas dos títulos e os seus *dividend yields*, após controlarem o efeito que as variáveis, como a dimensão e o *price-to-book value*, podem exercer naquela relação.

Os resultados obtidos evidenciaram que as empresas que não distribuíram dividendos apresentaram uma taxa de retorno mensal, em média, inferior à esperada (-0,41%), durante o período de 1946-1985, o que, segundo o autor, constitui uma extensão da relação linear entre a taxa de rendibilidade esperada dos títulos e o seu *dividend yield*, estimada tendo em conta as empresas que distribuíram dividendos, o que contraria a hipótese de uma relação em U entre as duas variáveis. Quando analisados mais de perto, os afastamentos da taxa de retorno observada relativamente à esperada, no caso das empresas com *dividend yield* nulo, constatou que estes se concentram nos períodos imediatamente seguintes ao momento em que a decisão de não distribuir dividendos é tomada. Estes resultados, quando conjugados, levam Christie (1990) a concluir que a relação linear entre a taxa de retorno esperada e o *dividend yield* não pode ser atribuída apenas a efeitos fiscais⁽¹⁸⁴⁾. Outros efeitos, como os relacionados com a expectativa acerca de dividendos futuros (*dividends expectations effects*), revelaram-se mais importantes do que os fiscais. Na linha destes resultados, Morgan e Thomas (1998) — citados em Farinha (1999) — vão mais longe, pois refutam a hipótese de que se possa estabelecer uma relação entre a taxa de retorno esperada dos títulos e o seu *dividend yield* sustentada em efeitos fiscais. Tendo por base o sistema fiscal do Reino Unido, os autores concluem que — depois de controlado o efeito que o risco sistemático, a dimensão das empresas e a sua situação em termos de distribuição de dividendos (isto é, se distribui ou não dividendos), exercem naquela relação — a associação entre as duas variáveis é mesmo contrária à que seria de esperar à luz da hipótese dos efeitos fiscais.

⁽¹⁸⁴⁾ Neste mesmo sentido, Naranjo *et al.* (1998), ao estimarem diferentes especificações do CAPM, concluem que a relação positiva encontrada entre a taxa de retorno esperada dos títulos e o seu *dividend yield* é bastante maior do que aquela que pode ser explicada pelos efeitos fiscais.

Mais recentemente, Kalay e Michaely (2000) refizeram a análise de Litzenberger e Ramaswamy, utilizando observações referentes a períodos distintos (semanais, mensais, trimestrais, etc.) de uma amostra de ações cotadas na NYSE, ao longo do período compreendido entre 1936 e 1988, com o objectivo de determinarem se o efeito positivo do *dividend yield* dos títulos na sua taxa de retorno esperada se deve às variações desta ao longo do tempo ou a variações *cross-section*. Os autores começaram por obter coeficientes positivos e bastante similares para a variável *dividend yield*, quando foram utilizados dados semanais e mensais, e não significativos quando foi alargado este período, por exemplo, ao ano. Constataram, ainda, que as diferenças entre as taxas de rendibilidade ajustadas face ao risco, no período *ex-dividend* e *cum-dividend*, são similares quando se utilizam dados semanais e mensais. Adicionalmente, para incluírem na análise o efeito das variações *cross-section*, os autores estimaram o modelo utilizando observações trimestrais — periodicidade com que normalmente as empresas americanas distribuem dividendos. O dividendo trimestral esperado é assumido como sendo igual à média dos dividendos distribuídos no ano civil anterior. Segundo os autores, este procedimento possibilita um teste directo ao efeito das variações *cross-section* nas taxas de retorno dado os resultados obtidos na fase anterior, onde se constatou, recorde-se, que as variações da série temporal das taxas de retorno no interior do trimestre não afectam os resultados. Nesta situação, o coeficiente do *dividend yield* na taxa de retorno revelou-se não significativo, isto é, os títulos com um maior *dividend yield* não possuem uma maior taxa de retorno esperada. Estes resultados, quando conjugados, segundo os autores, ao serem indicativos de que as variações da taxa de retorno ocorrem, na grande maioria dos casos, fora da semana *ex-dividend*, sugerem que o efeito positivo do *dividend yield* detectado por Litzenberger e Ramaswamy resulta das variações, ao longo do tempo, da série das taxas de retorno esperadas e não das suas variações *cross-section*. Assim, os autores concluem que interpretar

o coeficiente do *dividend yield* na taxa de retorno esperada ajustada face ao risco como indicativo dos efeitos fiscais da distribuição de dividendos, quando o sistema fiscal os penaliza relativamente às mais-valias, é problemático, dado que ele «captures both time-series variations in returns (between ex- and non ex-periods) and cross-sectional variations in returns (across stocks with different dividend yields). Only the latter is consistent with a tax effect» (p. 56).

A terminar esta subsecção, é devida uma referência breve aos trabalhos que se têm voltado para o estudo do impacto da política de dividendos sobre a cotação das acções, no caso particular da *Citizen Utilities Co.* Esta empresa a partir de 1956 passou a oferecer duas classes de acções idênticas no que se refere aos direitos que conferem aos seus accionistas, diferindo apenas no modo como os resultados gerados chegam ao seu património. As acções da série A apenas distribuía dividendos em acções (*stock dividends*) e as da série B em dinheiro. Este facto torna a análise da evolução da cotação das acções desta empresa um estudo de caso ideal para isolar os efeitos fiscais na avaliação que o mercado faz das diferentes categorias de rendimento sempre que o sistema fiscal as trata de forma diferenciada, como é o caso. Neste sentido, Long (1978) analisou o comportamento da cotação das séries de acções entre 1956 e 1977, tendo constatado que, apesar de a empresa ter distribuído mais 8 a 10% de dividendos em acções do que em dinheiro, de forma consistente ao longo do período, o mercado valorizou mais, na maioria dos anos, as acções da série B. Este resultado levou o autor a concluir que os investidores preferem os dividendos em dinheiro, apesar da sua penalização fiscal, ao contrário do que seria de esperar com base na hipótese dos efeitos fiscais na avaliação que os mesmos fazem das diferentes categorias de rendimento.

Poterba (1986), ao analisar a evolução da cotação das acções da mesma empresa à volta da *ex-dividend date*, refuta parte das conclusões de Long. Da análise efectuada, o autor constatou, consistente com a hipótese dos

efeitos fiscais no comportamento das cotações, que a queda da cotação das acções da série A era idêntica ao montante dos dividendos, ao contrário do que acontecia com a das acções da serie B, que se ficava pelos 75%, em média, do montante dos dividendos.

Mais recentemente, dada a controvérsia dos resultados obtidos nos estudos anteriores, Hubbard e Michaely (1997) compararam a evolução da cotação das acções da *Citizen Utilities Co*, antes e após a reforma fiscal norte-americana de 1986⁽¹⁸⁵⁾. Dado que esta reforma reduziu a penalização fiscal a que os dividendos em dinheiro estavam sujeitos, relativamente às mais-valias de acções, seria de esperar, à luz da hipótese dos efeitos fiscais, que as acções da série B se valorizassem mais do que as da série A, após esta alteração tributária. Porém, a evidência empírica obtida pelos autores revela que as alterações na tributação relativa dos dividendos em dinheiro e das mais-valias de acções não teve qualquer efeito permanente na evolução da cotação relativa das duas séries de acções. No entanto, como sublinham Lease *et al.* (1999, p. 69), estes resultados baseiam-se num estudo de caso, apesar de se encontrarem na linha dos obtidos por estudos baseados em amostras mais amplas.

5.4.2. Arbitragem fiscal à volta da *ex-dividend date*: o efeito «clientela fiscal»

O momento em que as acções passam a ser transaccionadas sem que o direito ao próximo dividendo as acompanhe (*ex-dividend date*), constitui uma data privilegiada para se testar a hipótese da aversão dos investidores aos dividendos motivada por efeitos fiscais, dado que, como sublinham

⁽¹⁸⁵⁾ Como se verá mais adiante, os momentos em que se registam alterações significativas e pontuais da legislação fiscal constituem marcos privilegiados para se estudarem os efeitos da política de dividendos da empresa sobre o valor das suas acções, motivados por razões fiscais.

Lease *et al.* (1999, p. 56), o estudo do comportamento da cotação das acções à volta daquela data possibilita a comparação directa entre a avaliação que o mercado faz de cada unidade monetária de dividendos e de mais-valias de acções realizadas.

Admitindo um mercado onde não existem impostos, incerteza e outras imperfeições, a queda de cotação das acções após a data em que passam a ser transaccionadas sem o direito ao próximo dividendo é igual ao dividendo distribuído por acção. Assim, nenhum investidor obtém vantagens ao realizar operações de arbitragem à volta daquela data. Porém, quando é considerada a existência de impostos sobre os rendimentos dos investidores — que tratam de forma diferenciada as diferentes categorias de rendimentos —, estes podem obter vantagens através de operações de arbitragem à volta da data em apreço. Os investidores, cujo rendimento marginal proveniente de dividendos é mais fortemente tributado do que aquele que provém da realização de mais-valias de acções, poderão obter vantagens fiscais se venderem as acções antes da data em que se tornam *ex-dividend* e as voltarem a adquirir após aquela data, acontecendo naturalmente o contrário para aqueles investidores cujo rendimento marginal resultante da realização de ganhos de capital é penalizado fiscalmente relativamente ao que provém de dividendos. Todavia, estas estratégias apenas produzem um benefício líquido para os investidores se as vantagens fiscais que esperam vir a obter não forem absorvidas pela menor variação da cotação das acções, relativamente ao seu dividendo, no momento em que se tornam *ex-dividend*.

Elton e Gruber (1970), na linha dos estudos pioneiros de Campbell e Beranek (1955) e Barker (1959), especificaram a condição de equilíbrio de mercado onde as operações de arbitragem fiscal, à volta da data em que as acções se tornam *ex-dividend*, não produzem qualquer benefício para os investidores marginais. Tendo em conta estes investidores, a venda dos títulos, antes ou após se tornarem *ex-dividend*, deverá proporcionar-lhes o mesmo resultado líquido de impostos sobre os rendimentos pessoais a

que esperam vir a estar sujeitos. Caso contrário, haverá lugar a operações de arbitragem até que este equilíbrio se restabeleça. Assim, tem-se, em equilíbrio:

$$P_b - \tau_g(P_b - P_c) = P_a - \tau_g(P_a - P_c) + D(1 - \tau_d)$$

$$\frac{P_b - P_a}{D} = \frac{1 - \tau_d}{1 - \tau_g} \quad (5.19)$$

onde, P_b e P_a representam, respectivamente, a cotação da acção no momento imediatamente anterior e após aquele em que a mesma se torna *ex-dividend*; D o dividendo por acção; τ_d e τ_g as taxas de imposto a que está sujeito o rendimento dos investidores marginais, consoante o mesmo provenha de dividendos ou de realização de ganhos de capital, respectivamente, e P_c a cotação da acção no momento em que foi adquirida pelo investidor em causa.

De acordo com a condição de equilíbrio de mercado, expressa por (5.19), se os dividendos são penalizados, relativamente às mais-valias de acções, em sede de imposto sobre o rendimento pessoal dos investidores (isto é, se $\tau_d > \tau_g$), a queda de cotação das acções na data em que se tornam *ex-dividend* deverá ser inferior ao seu dividendo por virtude da arbitragem fiscal levada a cabo pelos investidores marginais à volta daquela data. Neste sentido, Elton e Gruber (1970) argumentam que a queda da cotação das acções à volta da data em que se tornam *ex-dividend*, quando comparada com o seu dividendo, ao constituir uma forma de inferir a taxa de tributação média a que estão sujeitos os investidores marginais, possibilita o teste directo ao fenómeno das «clientelas fiscais» (*tax clientele*).

Tendo por base uma amostra de 4.148 observações de acções cotadas na NYSE, que distribuíram dividendos, recolhidas ao longo do período compreendido entre 1 de Abril de 1966 e 31 de Março de 1967, os autores constataram que a queda da cotação média dos títulos representava, apenas,

77,7% dos dividendos⁽¹⁸⁶⁾, o que à luz do seu modelo implicava uma taxa de imposto marginal média dos investidores de 36,3%. Segundo o modelo apresentado, a queda de cotação das acções, após a data em que passam a ser transaccionadas sem que o direito ao próximo dividendo as acompanhe, ao revelar-se inferior ao montante do seu dividendo é indicativa da preferência dos investidores, quando considerados na sua globalidade, pelos ganhos de capital em detrimento dos dividendos, por motivos de ordem fiscal. Para testarem a sua tese os autores classificaram as acções em decis, tendo em conta o seu *dividend yield* médio. Paralelamente, para cada um dos decis, calcularam o rácio $(P_b - P_a)/D$ médio ao longo do período estudado, a probabilidade de este valor ser maior ou igual à unidade e a taxa marginal de imposto média implícita. Os resultados obtidos revelaram uma relação inversa entre o *dividend yield* médio e a taxa marginal de imposto média implícita em cada decil⁽¹⁸⁷⁾. Como é concluído pelos autores, estes resultados corroboram a hipótese da repartição dos investidores face à política de dividendos das empresas induzida por motivos fiscais, sugerida originariamente por MM (1961): os investidores com elevadas taxas marginais de tributação preferem, em média, as acções com baixos *dividend yields*, enquanto que os que possuem uma baixa taxa marginal de tributação, ou são isentos, manifestam uma preferência por títulos com elevados *dividend yields*⁽¹⁸⁸⁾. Porém, Elton e Gruber (1970) sustentaram que o fenómeno das

⁽¹⁸⁶⁾ Desbrières (1988) e Hamon e Jacquillat (1991) — citados em Albouy e Dumontier (1992) —, tendo por base o mercado francês, constataram, igualmente, que a queda de cotação das acções, após a data em que se tornaram *ex-dividend*, é inferior, em média, ao seu dividendo. O primeiro autor observou, a partir de dados referentes a 1983 e de uma amostra de 380 observações, uma queda de cotação média das acções correspondente a 81,25% do seu dividendo. Hamon e Jacquillat (1991), com base numa amostra mais ampla (4.812 observações recolhidas ao longo do período 1977-1990), constataram que a queda da cotação das acções correspondeu, em média, a 77% do montante dos dividendos, no caso do mercado à vista, e a 73%, no caso do mercado a prazo a um mês.

⁽¹⁸⁷⁾ Os autores obtiveram um resultado similar quando consideraram o *payout ratio* médio dos títulos e a taxa marginal de imposto média implícita em cada decil.

⁽¹⁸⁸⁾ Seguindo a linha metodológica de Elton e Gruber (1970), estudos levados a cabo por Kaplanis (1986), Crossland *et al.* (1991) — no Reino Unido —, Desbrières (1988) e Hamon e Jacquillat (1991) — em França —, ao observarem, à volta da *ex-dividend date*, uma queda de

«clientelas fiscais» contribuiu para reduzir (mas não eliminar) a carga fiscal agregada dos dividendos, ao contrário do que sugeriram MM (1961)⁽¹⁸⁹⁾.

Kalay (1982b) — ao notar que, se a queda da cotação das acções é inferior ao montante dos dividendos, esta possibilita aos investidores, que não possuem inicialmente títulos, ganhos nas operações de arbitragem através de transacções de curto prazo —, lança fortes dúvidas de que se possa deduzir a taxa de tributação marginal dos accionistas existentes a partir da queda de cotação das acções à volta da *ex-dividend date*, como é admitido no trabalho de Elton e Gruber (1970). Segundo o autor, numa economia onde os investidores são neutros face ao risco e onde não existem custos de transacção ou outras restrições, se a queda de cotação das acções, na data em que passam a *ex-dividend*, é inferior ao montante dos dividendos, gera oportunidades de arbitragem aos investidores de curto prazo que podem eliminar o eventual efeito fiscal no comportamento das cotações, induzido pela tributação diferenciada a que estão sujeitos os dividendos e os ganhos de capital. Estes investidores, ao adquirirem os títulos antes da *ex-dividend date* e ao vendê-los imediatamente após a data em que recebem o dividendo, suportam o imposto sobre os dividendos recebidos, mas beneficiam de um crédito de imposto sobre as menos-valias⁽¹⁹⁰⁾. Assim, para estes investidores, os ganhos de arbitragem seriam dados por π , em que:

$$\pi = -P_b + D(1 - \tau_d) + P_a + \tau_d(P_b - P_a) \quad (5.20)$$

cotação das acções inferior ao montante do dividendo, interpretam igualmente os seus resultados como consistentes com a hipótese dos efeitos fiscais nas preferências dos investidores por ganhos de capital relativamente aos dividendos.

⁽¹⁸⁹⁾ Este resultado encontra também suporte no modelo proposto por Allen *et al.* (2000), onde se concluiu: «in equilibrium, clientele effects reduce but not eliminate dividend taxes paid. By varying the sector risk aversion parameters, the model can be consistent with a scenario in which institutions sort themselves perfectly to dividend-paying stocks or with a scenario in which dividends induce only mild clientele effects» (p. 2526).

⁽¹⁹⁰⁾ Os ganhos de capital obtidos em operações de curto prazo, à luz do sistema fiscal americano à data vigente, eram tributados à taxa marginal do imposto a que estava sujeito o rendimento pessoal do investidor.

onde, recorde-se, P_b e P_a representam, respectivamente, a cotação da acção no momento imediatamente anterior e após aquele em que a mesma se torna *ex-dividend*; D o dividendo por acção e τ_d a taxa de imposto marginal a que está sujeito o rendimento pessoal do investidor.

De acordo com a expressão (5.20), a ausência de ganhos de arbitragem requer que $\pi = 0$, ou seja, que

$$P_b - P_a = D \quad (5.21)$$

Em face deste resultado, o autor argumenta que a queda de cotação das acções, inferior ao montante dos dividendos, vulgarmente observada na data em que se tornam *ex-dividend* — ou, o mesmo é dizer, o acréscimo da taxa de rendibilidade exigida aos títulos à volta daquela data⁽¹⁹¹⁾ —, não reflecte a taxa de tributação média a que está sujeito o rendimento dos investidores marginais, mas sim os custos de transacção a que os mesmos estão sujeitos⁽¹⁹²⁾.

Na linha desta hipótese, Eades *et al.* (1984) repetiram a análise de Elton e Gruber (1970), tendo por base a evolução das acções cotadas na NYSE ao

⁽¹⁹¹⁾ A preferência dos investidores pelas mais-valias de acções em detrimento dos dividendos, quando o sistema fiscal penaliza a segunda categoria de rendimento, sugerida pela menor queda da sua cotação relativamente aos dividendos à volta da data em que se tornam *ex-dividend*, tem igualmente sido evidenciada pelo diferencial positivo observado entre a taxa de rendibilidade exigida aos títulos à volta daquela data e a mesma taxa fora da data em apreço. Entre os estudos que têm observado um acréscimo, estatisticamente significativo, na taxa de rendibilidade exigida aos títulos à volta da data em que se tornam *ex-dividend*, refira-se os de Eades *et al.* (1984) e Lakonishok e Vermaelen (1986), para o mercado norte-americano — +0,17%, entre 1962 e 1980, e +0,10%, entre 1970 e 1981, respectivamente —, Booth e Johnston (1984), para o mercado canadiano — +0,46%, entre 1970 e 1980 — e Desbrières (1988) e Hamon e Jacquillat (1991), para o mercado francês — +0,81%, no primeiro estudo, e +0,45% ou +0,55%, se considerado o mercado à vista ou o mercado a prazo a um mês, de acordo com o segundo estudo (*cf.* Albouy e Dumontier, 1992, p. 97).

⁽¹⁹²⁾ Neste sentido, Karpoff e Walking (1988), ao analisarem a taxa de rendibilidade exigida às acções à volta da data em que se tornam *ex-dividend*, ao longo do período compreendido entre 1964 e 1985, obtêm uma correlação positiva entre aquela taxa e as comissões de transacção para os títulos com elevada rendibilidade. Esta evidência é consistente com a tese de que os custos de transacção, ao limitarem os ganhos das operações de arbitragem à volta da data em apreço, contribuem para explicar a menor queda da cotação das acções relativamente ao seu dividendo.

longo do período compreendido entre Julho de 1962 e Dezembro de 1980. Dessa análise observaram, numa primeira fase, um diferencial positivo na taxa de rendibilidade exigida aos títulos médio acumulado de 0,43%, nos cinco dias anteriores à data em que os mesmos se tornaram *ex-dividend*, e negativo (-0,24%), nos cinco dias subsequentes, valores em ambos os casos estatisticamente significativos. Quando fraccionaram o período do estudo, tomando como critério a data a partir da qual as comissões de transacção passaram a ser negociadas (Maio de 1975) — resultando, conseqüentemente, numa diminuição das mesmas —, os autores obtiveram diferenciais médios igualmente positivos nas taxas de rendibilidade exigidas no período anterior à *ex-dividend date*, mas bastante diferentes nos dois subperíodos do estudo: +0,176%, no subperíodo anterior à data em que as comissões de transacção passaram a ser negociadas e +0,064%, no subperíodo posterior àquela data. Estes resultados encontram-se na linha dos argumentos de Kalay (1982b). Paralelamente, os autores analisaram, ainda, o comportamento das taxas de rendibilidade *ex-date* das acções de empresas que recorreram a formas de distribuição de resultados não tributados. Observaram um diferencial positivo, estatisticamente significativo, para as operações de *stock split* e *stock dividends*, à volta daquela data, e negativo no caso da distribuição de dividendos em dinheiro não tributada, fundamentalmente de *utilities* com elevados *dividend yields*⁽¹⁹³⁾. Em face deste conjunto de resultados, os autores concluíram que o diferencial positivo nas taxas de rendibilidade, vulgarmente observado à volta da data em que as acções se tornam *ex-dividend*, não pode ser completamente explicado por motivos de ordem fiscal. Ao lançarem dúvidas face aos efeitos fiscais no comportamento da cotação das acções à volta da *ex-dividend date* e ao não encontrarem qualquer explicação alternativa para o mesmo, os autores consideraram-no uma anomalia.

(193) O primeiro resultado é igualmente observado por Grinblatt *et al.* (1984).

Mais recentemente, Frank e Jagannathan (1998), ao analisarem o comportamento da cotação das acções, à volta da data em que se tornam *ex-dividend*, no mercado de Hong Kong, onde os dividendos e as mais-valias de acções não são tributados, obtiveram resultados semelhantes aos que têm sido obtidos no contexto em que as duas categorias de rendimento são tributadas de forma diferenciada. Esta evidência, ao mesmo tempo que se mostra divergente com a tese dos efeitos fiscais sobre o comportamento das cotações, levou os autores a desenvolver um modelo onde se analisa o efeito da microestrutura do mercado de títulos em tal comportamento. À luz do modelo proposto, a queda da cotação das acções à volta da *ex-dividend date* é vista como o resultado da interacção entre a oferta e a procura de títulos provenientes de compradores e vendedores que procuram e oferecem títulos por razões exógenas, bem como daqueles para quem é indiferente transaccionar os títulos no período *ex* ou *cum-dividend* e dos *market makers*. Segundo o seu modelo, a queda da cotação das acções inferior ao montante dos dividendos é atribuída às restrições impostas pela estrutura do mercado de títulos, onde as cotações, a que se efectuam as transacções, possuem uma natureza discreta, e os dividendos, ao contrário daquelas, uma natureza contínua. Este vaticínio é confirmado pelos resultados empíricos obtidos pelos autores. Nesta mesma linha, Bali e Hite (1998) argumentam que a queda da cotação das acções à volta da *ex-dividend date*, ao mostrar-se crescente com o montante dos dividendos, é fruto da razão apontada e não do fenómeno das «clientelas fiscais», pois verifica-se mesmo quando não existem razões objectivas para que este fenómeno exista. Assim, defendem que os resultados de Elton e Gruber (1970) — que constituem um trabalho de referência acerca do fenómeno das «clientelas fiscais» — e os que se situam na sua linha, «cannot be interpreted as incontrovertible evidence that such clienteles exist» (p. 155).

Dado que os estudos, que têm procurado analisar se a queda da cotação das acções à volta da data em que se tornam *ex-dividend* é indicativa

do fenómeno das «clientelas fiscais», se têm mostrado controversos, uma outra corrente de investigação tem estudado a eventual existência de tal fenómeno baseando-se na alteração do volume de transacções dos títulos à volta daquela data, bem como à volta das datas em que as empresas põem em prática uma política de distribuição de resultados ou alteram de forma significativa a política de dividendos que têm vindo a seguir, obtendo também aqui, os diferentes estudos, resultados ambíguos.

Lakonishok e Vermaelen (1986) analisaram o volume de transacções das acções à volta da *ex-dividend date*, no contexto do mercado norte-americano. Na linha da hipótese de uma arbitragem fiscal à volta daquela data, observaram um volume de transacções anormalmente alto, positivamente relacionado com o *dividend yield* das acções e negativamente relacionado com os custos de transacção. Neste mesmo sentido, investigação mais recente, levada a cabo por Bowers e Fhers (1995), suporta a hipótese de que pelo menos alguma proporção do volume de transacções e da variação das taxas de rendibilidade observadas, à volta da data do anúncio dos dividendos, é devida ao ajustamento da posição dos investidores motivado por razões fiscais de curto prazo. Em particular, de acordo com os resultados obtidos, quer a variação das taxas de rendibilidade, quer a alteração do volume de transacções, encontram-se relacionadas com as características individuais dos títulos, nomeadamente com a variância da sua rendibilidade e com o seu *dividend yield*. No contexto do mercado francês, Hamon e Jacquillat (1991) observaram, igualmente, que o volume de transacções aumenta à volta da *ex-dividend date*. Porém, este resultado não é confirmado por Desbrières (1988), no contexto do mesmo mercado.

Asquith e Krasker (1985) — referidos em Seida (2001) —, Richardson *et al.* (1986) e Michaely *et al.* (1995), concentraram-se na análise das alterações do volume de transacções das acções das empresas à volta da data em que iniciaram uma política de distribuição de resultados, com o intuito

de averiguarem se essas alterações são indicativas do reajustamento das «clientelas fiscais». Porém, os seus testes oferecem um fraco poder explicativo do fenómeno em análise.

Seguindo uma linha de investigação semelhante à dos estudos anteriores, Dhaliwal *et al.* (1999) estudaram a alteração das posições dos investidores institucionais no capital das empresas que iniciaram uma política de distribuição de resultados (dividendos)⁽¹⁹⁴⁾. Com base numa amostra de 133 empresas norte-americanas, recolhida durante o período compreendido entre 1982 e 1995, constataram que em 80% das empresas os investidores institucionais reforçaram a sua posição no período que se seguiu àquele em que começaram a distribuir dividendos⁽¹⁹⁵⁾. Em média, a proporção das suas acções, detidas por investidores institucionais, passou, em números redondos, de 25% para 30%, no prazo de um ano após o início de tal política. Este reforço da posição dos investidores institucionais, que é interpretado pelos autores como consistente com o fenómeno das «clientelas fiscais», enfraqueceu depois da Reforma Fiscal de 1986 (*Tax Reform Act of 1986*), dado que esta conduziu a um decréscimo da taxa de tributação relativa dos dividendos no caso dos investidores individuais⁽¹⁹⁶⁾.

⁽¹⁹⁴⁾ A proporção do capital da empresa detido por investidores institucionais, que gozam de isenções fiscais, é frequentemente utilizada, em trabalhos empíricos, como uma *proxy* da proporção dos investidores que, dado ao seu enquadramento fiscal, não possuem uma desvantagem fiscal pelo facto de os resultados da empresa afluírem ao seu património pela via de dividendos em lugar de mais-valias de acções (ex. investidores isentos de imposto ou a quem é permitido o seu diferimento e investidores organizados sob a forma de sociedades).

⁽¹⁹⁵⁾ Segundo os autores, a alteração ocorrida na proporção das acções detidas pelos investidores deveu-se à alienação das posições dos investidores individuais no capital das empresas estudadas.

⁽¹⁹⁶⁾ Até à Reforma Fiscal Americana de 1986 (*Tax Reform Act of 1986*), os dividendos, quando recebidos por investidores individuais, eram tributados à taxa marginal do imposto aplicável ao seu rendimento pessoal, excluídos os primeiros 1.000 dólares que eram isentos. Assim, dadas as taxas marginais de imposto sobre o rendimento pessoal a que cada investidor pode estar sujeito, podiam ser tributados à taxa de 50%. No que se refere às mais-valias de acções, apenas 40% do seu valor era sujeito a tributação à taxa marginal do imposto pessoal, se o investidor detivesse os títulos que lhes deram origem por um período de um ano. Nesta situação, a taxa marginal máxima de tributação desta categoria de rendimento era de 20% (40% de 50%).

Dada a ambiguidade dos resultados dos estudos anteriores, Seida (2001), com o intuito de estudar o fenómeno das «clientelas fiscais», analisou, igualmente, a variação do volume de transacções das acções das empresas no período subsequente ao anúncio de um acréscimo dos dividendos a distribuir. Porém, no seu estudo, ao contrário do que sucede nos anteriores, são consideradas as empresas que aumentaram significativamente os dividendos, conjuntamente com as que iniciaram a distribuição de resultados. Os resultados obtidos, tendo por base uma amostra de 371 casos americanos⁽¹⁹⁷⁾, para além de evidenciarem uma frequência anormal de transacções, no período após o anúncio do acréscimo dos dividendos, revelaram que aquela frequência se encontra positivamente correlacionada com a magnitude do acréscimo dos dividendos, depois de controlados os efeitos informacionais de tais anúncios. Este resultado é consistente com o fenómeno das «clientelas fiscais» e, segundo o autor, sugere que o seu efeito é suficientemente forte para influenciar as decisões dos investidores. Paralelamente, o autor analisou se a relação encontrada entre a frequência das transacções no período após o anúncio do acréscimo dos dividendos e o montante do acréscimo dos mesmos é afectada pelo nível de dividendos do período anterior. Concluiu no sentido positivo, ou seja, a relação é tanto mais fraca quanto maior é o nível de dividendos do período anterior. Este resultado, segundo o autor, mais uma vez apoia o fenómeno das «clientelas fiscais».

A reforma fiscal consagrou uma descida da taxa máxima de tributação dos dividendos para 28% e um acréscimo da taxa máxima de tributação das mais-valias de acções para 28% (cf. Alltizer e Hamill, 1999, p. 31).

⁽¹⁹⁷⁾ Para obter esta amostra final, o autor parte de 8.100 anúncios de acréscimo de dividendos ocorridos durante o período estudado (1/01/1983 - 31/12/1992), impondo um vasto número de filtros (16 ao todo). A constatação de que, da amostra inicial, são excluídos mais de 95% dos casos, leva mesmo Shevlin (2001, p. 23), na discussão do trabalho de Seida, a colocar a seguinte questão: «Is the sample so specialized that the results pertain only to that the sample and are not generalizable?».

5.4.3. Efeitos das alterações, significativas e pontuais, na legislação fiscal relativa à tributação dos dividendos e das mais-valias na cotação das acções e na política de dividendos

Como é reconhecido por numerosos autores (ex. Poterba e Summers, 1984; Martins e Gama, 2002 e Ayers *et al.*, 2002), as datas em que ocorrem alterações, significativas e pontuais, na legislação fiscal relativa à tributação dos dividendos e das mais-valias de acções, constituem momentos privilegiados, por um lado, para se isolarem os efeitos, com origem em razões fiscais, da política de dividendos das empresas sobre a cotação das suas acções e, por outro, para se testarem tais efeitos na própria política de dividendos. Neste sentido, alguma da investigação empírica existente tem-se servido desses momentos para testar a hipótese dos efeitos fiscais sobre a avaliação que o mercado faz dos dividendos e das mais-valias de acções quando o sistema fiscal, em sede de imposto sobre o rendimento dos investidores, trata de forma diferenciada as duas categorias de rendimento.

Barclay (1987), com vista a estudar o efeito da introdução, nos Estados Unidos, do imposto federal sobre o rendimento (*Federal Income Tax*) no comportamento da cotação das acções à volta da *ex-dividend date*, comparou a queda da cotação média dos títulos cotados na NYSE, à volta daquela data, com o seu dividendo médio, ao longo de dois períodos: antes e após a introdução do imposto. O autor constatou que, quando considerado o primeiro período (1900-1910), a queda de cotação média das acções era idêntica ao montante do dividendo médio. Porém, ao longo do segundo período (1962-1985) a queda da cotação média das acções correspondia apenas a 0,841 do montante do dividendo médio. Ao analisar a existência de uma eventual relação entre o *dividend yield* das diferentes acções e a queda da sua cotação nos dias anteriores à *ex-dividend date*, relativamente ao montante do seu dividendo, o autor não encontrou qualquer relação significativa no primeiro período, ao contrário do que aconteceu no segundo.

Estes resultados, quando conjugados, levaram Barclay a concluir que, por razões de ordem fiscal, os investidores valorizam mais as mais-valias de acções do que os dividendos, o mesmo é dizer, a política de dividendos da empresa não é neutra em termos da valorização das suas acções⁽¹⁹⁸⁾.

Tomando, igualmente, como referência o contexto norte-americano, outros autores estudaram o impacto das alterações ocorridas no sistema fiscal, a partir da segunda metade da década de oitenta, que afectaram directa ou indirectamente a tributação dos dividendos e das mais-valias de acções, sobre a cotação das acções, bem como na política de dividendos das empresas. Bolster e Janjigian (1991) analisaram, com base numa amostra de 1.160 empresas cotadas na NYSE, os efeitos das alterações consagradas na Reforma Fiscal Americana de 1986 (*Tax Reform Act of 1986*) — doravante designada, simplesmente, por TRA86 —, no que se refere à tributação relativa dos dividendos e das mais-valias de acções, no valor das empresas face à sua política de dividendos, bem como na própria orientação dessa política⁽¹⁹⁹⁾. Os resultados obtidos evidenciaram uma relação positiva, estatisticamente significativa, entre o *dividend yield* das acções e a sua valorização no mercado, a partir do momento em que os parâmetros finais da reforma fiscal foram conhecidos ou antecipados correctamente pelos investidores. Porém, quando analisada a evolução da taxa de crescimento dos dividendos e *dos payout ratios* médios das empresas da amostra, antes e após a reforma, os autores não observaram alterações significativas. Em face destes resultados os autores concluíram que, após a reforma fiscal,

⁽¹⁹⁸⁾ Conclusão semelhante foi obtida por Booth e Johnston (1984) ao compararem a queda da cotação das acções, à volta da *ex-dividend date*, relativamente ao seu dividendo, de uma amostra de empresas Canadianas em dois períodos distintos: antes (1970-1971) e após (1972-1976) a Reforma Fiscal de 1972, que introduziu, no sistema fiscal Canadiano, a tributação das mais-valias e alterou a progressividade do imposto sobre os dividendos.

⁽¹⁹⁹⁾ Como atrás se referiu, a TRA86 reduziu de forma significativa a penalização fiscal a que estavam sujeitos os dividendos, relativamente às mais-valias de acções. Todavia, não tornou indiferentes as duas categorias de rendimento, dado que a tributação das mais-valias de acções, ao estar condicionada à sua efectiva realização, possibilita ao investidor diferir no tempo os impostos a suportar sobre esta categoria de rendimento.

apesar de se terem registado alterações na avaliação das acções com maiores *dividend yields* por parte dos investidores, a evidência empírica obtida não permitiu inferir que se tivessem registado alterações significativas na política de dividendos das empresas americanas. Todavia, estas duas conclusões principais do estudo de Bolster e Janjigian não são corroboradas pelos trabalhos de Papaioannou e Savarese (1994) e Eades *et al.* (1994). Estes últimos, ao analisarem o comportamento das taxas de rendibilidade diárias exigidas às acções à volta da *ex-dividend date*, ao longo do período compreendido entre 1962 e 1988, constataram que as variações observadas nas séries não correspondem às principais alterações ocorridas durante o período analisado no código tributário (onde se inclui a TRA86), sendo, assim, inconsistentes com a hipótese dos efeitos fiscais na avaliação dos dividendos por parte dos investidores⁽²⁰⁰⁾. Papaioannou e Savarese (1994) observaram um crescimento do valor médio dos *payout ratios* à volta da data da TRA86, indicativo de alterações significativas nas políticas de dividendos das empresas americanas. No entanto, segundo os autores, estas alterações são apenas temporárias, dado que não foi detectada uma tendência para que as empresas ajustem a sua política de dividendos de forma definitiva em resposta ao novo enquadramento fiscal relativo dos dividendos⁽²⁰¹⁾.

Alltizer e Hamill (1999) testaram os efeitos das alterações consagradas pela TRA86 no valor das acções com elevados e baixos *dividend yields*, controlando o efeito que a dimensão da empresa e o seu risco pode exercer nesta relação. Em particular, testaram a hipótese de que a valorização média das acções com um elevado *dividend yield* supera a das acções com um baixo *dividend yield*, no período à volta do momento da TRA86.

⁽²⁰⁰⁾ Este resultado é também confirmado por Michaely (1991), pois ao comparar a queda da cotação das acções à volta da *ex-dividend date*, antes e após a TRA86, não obteve diferenças significativas.

⁽²⁰¹⁾ Estes resultados foram confirmados, mais tarde, por Siddiqi (1995).

Para testar esta hipótese os autores utilizaram a seguinte variante do CAPM:

251

$$r_{it} = a_i + b_i r_{mt} + \sum_{k=1}^4 (\delta_{kh} d_{it}^{kh} + \delta_{kl} d_{it}^{kl}) + e_{it}$$

onde,

r_{it} = rendibilidade do título i no dia t ;

r_{mt} = rendibilidade do mercado no dia t ;

a_i = constante;

b_i = coeficiente que mede a sensibilidade da variação de r_{it} relativamente a r_{mt} ;

d_{it}^{kh} = variável fictícia, sendo igual a 1 no dia t para as empresas que possuem um elevado *dividend yield*, se o dia t se encontra dentro da janela do evento estudado, k ($k=1, \dots, 4$), e igual a zero nos outros casos⁽²⁰²⁾;

d_{it}^{kl} = variável fictícia, sendo igual a 1 no dia t para as empresas que possuem um baixo *dividend yield*, se o dia t se encontra dentro da janela do evento estudado, k ($k=1, \dots, 4$), e igual a zero nos outros casos;

δ_{kj} = parâmetros que representam a rendibilidade anormal média nos 5 dias à volta da data de cada evento k estudado ($k=1, \dots, 4$), para cada nível j do *dividend yield* (onde $j=h,l$, em que h =alto e l =baixo);

e_{it} = termo errático ou residual do modelo.

A verificação da hipótese formulada requer que o efeito de δ_{kj} em r_{it} seja maior no caso das empresas que possuem um *dividend yield* superior.

⁽²⁰²⁾ Os autores dividiram as empresas da amostra em dois grupos: empresas com *dividend yield* baixo e alto. Os eventos estudados foram as datas que constituíram marcos importantes na evolução da reforma fiscal em estudo até à sua aprovação final. A «janela do evento» considera os 5 dias à volta da data de cada um dos eventos.

Os autores estimaram o seu modelo com base numa amostra de 281 empresas norte-americanas (das quais 141 eram grandes empresas e 140 pequenas) cotadas na NYSE, que distribuíram resultados em 1985, e observações referentes à cotação de mercado das suas acções durante o período compreendido entre 1 de Outubro de 1985 e 31 Março de 1987, ou seja, aproximadamente seis meses antes da data do primeiro evento estudado e seis meses após a data do último. Os resultados obtidos confirmaram a hipótese de que a resposta do mercado, face às alterações introduzidas pela TRA86, se traduziu numa melhoria da performance das acções das grandes empresas com *dividend yield* elevado, relativamente à registada nas acções das empresas com *dividend yield* baixo e similares em termos de dimensão. Porém, esta conclusão não foi confirmada quando consideradas as empresas de pequena dimensão. No que se refere a estas empresas, não se pode concluir que a reacção do mercado, face às alterações introduzidas pela TRA86, é uma função do *dividend yield*, pois os coeficientes b_i não se mostraram estacionários ao longo do período estudado, ao contrário do que aconteceu quando foram consideradas as empresas de grande dimensão⁽²⁰³⁾.

Na linha do trabalho anterior, Casey *et al.* (1999) testaram o efeito da TRA86 na política de dividendos das empresas norte-americanas. Para tal, utilizaram um modelo de regressão linear cuja variável a explicar é o rácio de distribuição dos resultados gerados (*dividend payout ratio*) e as variáveis independentes: (i) variáveis fictícias que procuram captar, por um lado, o impacto das alterações introduzidas pela TRA86 (assumindo o valor zero no período anterior à reforma e um no período subsequente), por outro, o efeito daquelas alterações ao nível dos diferentes sectores industriais e (ii) variáveis de controlo que podem, segundo os autores, condicionar o efeito

⁽²⁰³⁾ A estabilidade do coeficiente b_i (coeficiente que mede a sensibilidade da variação de r_i relativamente a r_m) é uma condição necessária ao teste da hipótese formulada com base no modelo proposto.

da TRA86 na política de dividendos das empresas, tais como: a dimensão, o risco de negócio, a dispersão do capital, a percentagem do capital detido pelos administradores, as despesas de capital e a rendibilidade.

O modelo proposto foi estimado com base numa amostra de 164 empresas, repartidas por 20 sectores industriais, que distribuíram dividendos durante o período do estudo (1982-1992). Este período foi dividido em dois subperíodos: 1982-1986 e 1988-1992. Os resultados obtidos evidenciaram que não existe uma reacção claramente definida da política de dividendos das empresas estudadas face às alterações consagradas na TRA86. Paralelamente, ao contrário do que concluíram Alltizer e Hamill (1999), não suportam a hipótese de que a dimensão das empresas condiciona a sua reacção face às alterações fiscais em estudo.

Mais recentemente, Ayers *et al.* (2002) estudaram o efeito da política de dividendos de uma amostra de 1.312 empresas norte-americanas sobre a cotação das suas acções, à volta da data em que ocorreu uma alteração da taxa máxima de tributação dos dividendos (passagem de 31% para 39,6%), sempre que os beneficiários são investidores individuais (*individual taxpayer*) — alteração tributária consagrada na *Revenue Reconciliation Act* de 1993, *Public Law* 103-66, doravante designada por RRA93. Face a esta alteração, à luz dos estudos que defendem um efeito da política de dividendos sobre a cotação das acções com base em razões fiscais, os autores construíram um modelo de regressão da taxa de rendimento acumulada das acções, à volta da data em que aquela alteração ocorreu, sobre o seu *dividend yield*, a proporção das acções detidas por investidores institucionais, a interacção entre estas duas variáveis e um conjunto de variáveis de controlo (risco, rendibilidade, endividamento, dimensão e tipo de indústria), com o objectivo de testarem as seguintes hipóteses alternativas:

H₁: A reacção da cotação das acções, motivada pelo crescimento da taxa de tributação dos dividendos imposta pela RRA93, encontra-

-se relacionada com o seu *dividend yield* quando a proporção das acções detidas por investidores institucionais é pequena⁽²⁰⁴⁾.

H₂: A relação negativa entre o *dividend yield* e a cotação das acções, motivada pelo crescimento da taxa de tributação dos dividendos imposta pela RRA93, é mitigada pela proporção das acções detidas por investidores institucionais.

O teste destas hipóteses, com base numa metodologia assente no estudo de eventos, permitiu aos autores concluir que: (i) quanto maior é o *dividend yield* mais negativa é a reacção da cotação das acções, face ao acréscimo da taxa de tributação dos dividendos imposto pela RRA93 e (ii) a presença de investidores institucionais mitiga aquela reacção negativa. Estes resultados, como é concluído pelos autores, sugerem que, quer a política de dividendos, quer a situação fiscal a que os investidores marginais estão sujeitos, influenciam a extensão com que a tributação dos dividendos é reflectida no valor das acções.

Na linha dos trabalhos desenvolvidos no contexto do mercado norte-americano, Poterba e Summers (1984), Lasfer (1995a,1996) e Bond *et al.* (1995), estudaram, igualmente, o impacto das alterações do código tributário do Reino Unido sobre o comportamento dos investidores e a política de dividendos das empresas. Poterba e Summers (1984), recorrendo a uma variante do modelo CAPM e a uma amostra de 16 empresas cotadas durante o período compreendido entre 1955 e 1981, estudaram o impacto das alterações fiscais ocorridas em 1965 (introdução da tributação das mais-valias de acções à taxa de 30%) e em 1973 (integração da tributação do rendimento das sociedades e dos sócios), sobre o coeficiente que expressa o efeito do *dividend yield* dos títulos na taxa de rendibilidade exigida. Os resultados

⁽²⁰⁴⁾ A proporção das acções detidas por investidores institucionais é considerada uma *proxy* da probabilidade de os investidores marginais não serem investidores individuais.

obtidos, na linha da hipótese dos efeitos fiscais da política de dividendos das empresas sobre a cotação das suas acções, revelaram que o coeficiente da variável *dividend yield* é estatisticamente significativo e sensível face às alterações que afectam, directa ou indirectamente, o enquadramento fiscal dos dividendos. Um resultado semelhante foi obtido por Lasfer (1995a) ao comparar as taxas de rendibilidade anormais das acções, à volta da *ex-dividend date*, de um período anterior e posterior ao *Income and Corporation Taxes Act* de 1988⁽²⁰⁵⁾. Segundo a hipótese colocada pelo autor, em face desta alteração, as taxas de rendibilidade anormais no período à volta da *ex-dividend date* tendem a decair após 1988, tornando-se, provavelmente, mesmo negativas, em virtude do crédito de imposto permitido aos sócios que auferem dividendos. Na linha da hipótese formulada, os resultados obtidos evidenciaram que as taxas de rendibilidade anormais à volta da *ex-dividend date* decaíram de positivas, estatisticamente significativas, antes de 1988, para negativas, mas sem significado estatístico, depois daquela data. De acordo com as conclusões do autor, estes resultados, embora sejam consistentes com a hipótese dos efeitos fiscais na avaliação que os investidores fazem das diferentes categorias de rendimento, podem exagerar aqueles efeitos, pois as taxas de rendibilidade à volta da *ex-dividend date* podem, também, ser afectadas pelas transacções de curto prazo.

Bond *et al.* (1995) e Lasfer (1996) estendem a análise anterior ao considerarem os impostos sobre o rendimento dos investidores e das sociedades⁽²⁰⁶⁾. Segundo os autores, quando estes dois tipos de impostos são considerados na

⁽²⁰⁵⁾ Alteração tributária que elimina o diferencial entre as taxas nominais de imposto a que os dividendos e os ganhos de capital estavam sujeitos.

⁽²⁰⁶⁾ No Reino Unido a tributação do rendimento das sociedades é feita aquando da distribuição dos resultados aos seus accionistas e após o apuramento do resultado no final do exercício económico. No primeiro momento, a empresa suporta, sobre os dividendos, o *advanced corporation tax*, que depois é deduzido ao imposto apurado. Se o montante do imposto pago, no primeiro momento, exceder o imposto apurado, a empresa encontra-se numa situação de *surplus advanced corporation tax*, que poderá ser descontado aos montantes do imposto apurado nos exercícios económicos futuros ou reportado para os seis exercícios económicos anteriores.

análise, as empresas deverão fixar a sua política de dividendos com o intuito de minimizarem a sua carga fiscal e maximizarem a taxa de rendibilidade dos seus accionistas depois de impostos. À luz deste princípio, em ambos os trabalhos foi testada a hipótese de que as sociedades, ao passarem para uma situação de *surplus advanced corporation tax*, reduzem os resultados distribuídos sob a forma de dividendos, em virtude do maior custo fiscal que os mesmos representam para si nesta situação⁽²⁰⁷⁾. Esta hipótese foi confirmada no estudo de Bond *et al.*, com base numa amostra de 1.218 empresas e observações recolhidas entre 1970 e 1990, e 108 empresas e dados referentes a 1980-1983, no caso do estudo Lasfer.

Na senda dos trabalhos anteriores, Martins e Gama (2002) analisaram a influência dos efeitos fiscais na política de dividendos das empresas portuguesas, ao longo do período compreendido entre 1989 e 1995, período esse em que se registaram alterações substanciais no tratamento fiscal a que os dividendos estão sujeitos, quando recebidos por certas categorias de sócios. As alterações caracterizaram-se, fundamentalmente, pela subida, de 20% para 60%, da taxa do crédito de imposto permitida aos sócios ou accionistas que pudessem ou quisessem optar pelo englobamento dos dividendos. Esta opção apenas era permitida aos accionistas sujeitos passivos de IRS (Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares), devendo os dividendos distribuídos pelas sociedades por quotas ser sujeitos, obrigatoriamente, ao englobamento, se os seus beneficiários fossem sujeitos passivos de IRS. No caso dos beneficiários dos dividendos serem sujeitos passivos de IRC (Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas), as disposições contidas na versão do Código do IRC em vigor, no início do período do estudo (1989) — que se mantiveram sem alterações dignas de registo, no que respeita aos propósitos do estudo, ao longo do período 1989-1995 —,

⁽²⁰⁷⁾ O acréscimo do custo fiscal dos dividendos para as empresas que se encontram numa situação de *surplus advanced corporation tax* advém do facto de o diferimento da sua dedução para momentos futuros do tempo reduzir o valor da dedução.

permitted eliminar a dupla tributação daquele rendimento ou atenuá-la, neste último caso, através do mecanismo de crédito de imposto. Também aqui se assistiu a uma alteração da taxa de crédito de imposto, de 20% para 60%, ao longo do período do estudo. No que se refere à tributação das mais-valias de acções e às resultantes da alienação de quotas, não se registaram alterações ao longo do período do estudo, observando-se, apenas, variações de pequena monta na taxa de IRC⁽²⁰⁸⁾.

Em face deste quadro os autores testaram, com base numa amostra de 729 empresas portuguesas não financeiras (179 sociedades anónimas e 550 sociedades por quotas), retiradas da Central de Balanços do Banco de Portugal, as seguintes hipóteses (*cf.* Martins e Gama, 2002, p. 86):

H₁: Dado que as alterações ocorridas entre 1989 e 1995 no enquadramento fiscal dos dividendos distribuídos favoreceram os titulares destes rendimentos, dever-se-á ter assistido a um acréscimo da percentagem dos lucros distribuídos (*payout ratio*) das sociedades, se o factor fiscal teve influência nesta decisão.

H₂: Em virtude da impossibilidade de os sócios das sociedades por quotas, sujeitos passivos de IRS, beneficiarem de taxas liberatórias, deverá ter sido a categoria de titulares do capital relativamente à qual mais se terá feito sentir uma predisposição para o aumento da distribuição de resultados pelos entes societários.

A análise dos resultados obtidos permitiu aos autores concluir pela não rejeição das duas hipóteses formuladas. Isto é, o aumento da taxa de distribuição de resultados ao longo do período do estudo, quer para o conjunto das empresas da amostra, quer ao nível das subamostras («sociedades anónimas» e «sociedades por quotas») — com particular destaque para aquela que

⁽²⁰⁸⁾ Para uma descrição pormenorizada dos traços mais relevantes que marcaram a evolução do sistema fiscal português entre 1989 e 1995, no que se refere à tributação dos dividendos e das mais-valias, vide Martins e Gama (2002, pp. 79 e segs).

traduz os que se destinam aos sócios que não entes societários, no caso da subamostra «sociedades por quotas» — é indicativo do efeito do factor fiscal na política de dividendos das empresas não financeiras portuguesas.

5.5. Conclusão

Ao abandonar-se a hipótese de ausência de impostos, assumida no modelo de MM (1961), e ao reconhecer-se a impossibilidade de os sistemas fiscais garantirem, na prática, uma perfeita neutralidade fiscal das diferentes formas de que as empresas se podem socorrer para fazerem chegar ao património dos seus investidores os resultados por si gerados, iniciou-se uma acesa controvérsia, que ainda hoje perdura, acerca dos efeitos destas imperfeições do mercado na condução da política de dividendos das empresas. Em particular, tem-se discutido, fundamentalmente, os efeitos que uma tributação diferenciada, em sede de imposto pessoal, das diferentes categorias de rendimentos (dividendos e mais-valias de acções) poderá exercer na avaliação que os investidores fazem dos dividendos e das mais-valias de acções e, conseqüentemente, na orientação da própria política de dividendos das sociedades, não sendo, porém, pacíficas as conclusões a que a investigação teórica e empírica tem vindo a ser conduzida.

Dado que a generalidade dos sistemas fiscais não tributa os ganhos de capital potenciais e a grande maioria deles os sujeita, comparativamente aos dividendos, a uma menor taxa quando considerada a globalidade dos investidores, a partir do trabalho de Farrar e Selwyn (1967) ganha consistência o argumento de que o acréscimo da distribuição de dividendos, ao conduzir a uma diminuição da riqueza líquida de impostos dos investidores, se traduz numa quebra de valor das acções. Segundo esta linha de argumentação, os investidores exigem aos títulos com um maior *dividend yield* uma maior taxa de rendibilidade antes de impostos, para os compensar da

penalização fiscal a que irão estar sujeitos. Estes argumentos são contestados, desde logo, por Miller e Scholes (1978) e, mais recentemente, por Harris e Kemsley (1999) e Collins e Kemsley (2000), ao defenderem que não é líquido que a distribuição de dividendos tenha um impacto negativo no valor de mercado das acções.

No domínio da investigação empírica, os resultados a que os diferentes trabalhos têm vindo a ser conduzidos têm-se mostrado, igualmente, contraditórios. Enquanto uns — ao observarem uma queda da cotação das acções inferior ao montante dos dividendos à volta da data em que se tornam *ex-dividend*, um acréscimo na taxa de rendibilidade exigida aos títulos à volta daquela data, bem como uma relação positiva entre a taxa de rendibilidade exigida às acções e os seus *dividend yields* — interpretam estes resultados como indicativos da preferência dos investidores pelas mais-valias de acções relativamente aos dividendos, outros contestam esta interpretação, não faltando mesmo quem obtenha resultados contrários, nomeadamente no que se refere à relação entre o *dividend yield* e a taxa de rendibilidade exigida.

Apesar desta controvérsia, os defensores dos efeitos fiscais sobre a política de dividendos ganham alguma força face aos resultados obtidos nos estudos empíricos que têm procurado analisar tais efeitos à volta dos momentos em que ocorreram alterações significativas e pontuais na legislação fiscal relativa à tributação dos dividendos e das mais-valias de acções. As conclusões retiradas destes estudos, apesar de não serem totalmente consensuais, apoiam, na sua maioria, a tese dos efeitos fiscais na forma como os investidores avaliam os dividendos e as mais-valias de acções e na condução, por parte das empresas, da sua política de dividendos. Porém, esta alteração da política de dividendos é apenas temporária, como é reconhecido por Papaioannou e Savarese (1994) e Siddiqi (1995).

Embora seja amplamente reconhecido que a grande maioria dos sistemas fiscais penaliza os dividendos relativamente aos ganhos de capital, a prática

revela que as empresas fazem chegar ao património dos seus accionistas uma grande parcela dos seus lucros pela via da distribuição de dividendos. Por exemplo, no caso dos Estados Unidos, durante o período compreendido entre 1973 e 1983, os dividendos distribuídos pelas 1.000 maiores empresas representaram, em média, 44% do seus lucros, enquanto que a recompra de acções próprias se ficava, em média, nos 6% (*cf.* Allen *et al.*, 2000, p. 2499). Na verdade existem outras razões, certamente mais importantes do que as de índole fiscal, para se compreender porque os investidores apreciam os dividendos e porque as empresas os distribuem. Entre essas razões destaque-se, desde já, o efeito disciplinador que os mesmos podem exercer na utilização discricionária dos resultados gerados pela empresa por parte dos seus administradores. A este assunto dedicaremos o próximo capítulo.

CAPÍTULO 6

A POLÍTICA DE DIVIDENDOS NA PERSPECTIVA DA TEORIA DE AGÊNCIA

6.1. Introdução

No capítulo anterior procurou-se compreender os efeitos da fiscalidade nas decisões relativas à política de dividendos das sociedades, no pressuposto de que aquelas decisões são sempre tomadas com o objectivo claro de maximizar o seu valor. Porém, a visão da empresa, enquanto unidade económica assente num conjunto de relações contratuais, explícitas ou implícitas, entre os diferentes agentes que intervêm na sua vida, aliada à propensão desses mesmos agentes para a maximização da sua função de utilidade específica, ao mesmo tempo que coloca em causa aquele pressuposto, constitui a base para que se analisem as relações de agência subjacentes a tais contratos, bem como os conflitos de interesses que potencialmente daí possam resultar, face a decisões como as de investimento, estrutura do capital e dividendos.

No capítulo 2 explorámos, fundamentalmente, as decisões relativas à estrutura do capital da empresa enquanto mecanismo que pode ser utilizado para reduzir os conflitos de interesses resultantes das relações de agência mais importantes que se estabelecem no seu seio, segundo Jensen e Meckling (1976), a saber: relações entre accionistas e administradores e entre accionistas e credores. Neste capítulo a nossa atenção volta-se para

a análise das decisões relativas à distribuição de resultados sob a forma de dividendos, tendo em consideração aquelas relações de agência. Em particular, é enfatizado o papel dos dividendos na gestão dos conflitos de interesses, resultantes da separação entre a propriedade do capital próprio e a condução dos destinos da sociedade, por um lado, e dos que resultam das relações de agência entre credores e accionistas, por outro.

6.2. A política de dividendos enquanto mecanismo de resolução dos conflitos de interesses entre accionistas e administradores

As decisões relativas à distribuição dos resultados gerados pela empresa sob a forma de dividendos, em alternativa à sua retenção, podem gerar, sempre que existe uma separação entre a propriedade e a gestão, conflitos de interesses entre accionistas e administradores, por virtude dos efeitos que tais decisões exercem no padrão de preferências de cada uma das partes. Como é sublinhado por Pacheco (1999, pp. 232-233), os administradores, ao contrário da grande maioria dos accionistas, preferem, geralmente, a retenção dos resultados por quatro motivos fundamentais: (i) evita-lhes a sujeição à «disciplina dos mercados de capitais», ao proporcionar-lhes capacidade de autofinanciamento, ao mesmo tempo que os torna «autónomos» dos accionistas; (ii) permite-lhes recursos que podem ter uma utilização discricionária e o investimento em projectos com o propósito de fazer crescer a empresa, para além da dimensão óptima, com vista ao acréscimo da sua remuneração e prestígio; (iii) aversão ao risco típico da gestão e (iv) evita-lhes a penalização na cotação das acções, no caso de se confrontarem com a necessidade de redução súbita dos dividendos.

Ao reconhecer-se os motivos que se encontram na base dos diferentes padrões de preferências dos accionistas e administradores, no que se refere à definição da política de distribuição de dividendos, abre-se caminho

para que se compreenda o papel potencial de tal política na redução dos conflitos de interesses que emergem das relações de agência entre ambas as partes. Assim, uma política de dividendos generosa é suposto limitar os conflitos resultantes da relação de agência em análise, dado que submete os administradores à disciplina dos mercados financeiros, eleva o risco financeiro da empresa e constitui um mecanismo de redução do *free cash-flow*. Seguindo esta linha, trabalhos como os de Rozeff (1982), Easterbrook (1984) e Jensen (1986) têm formalizado o papel dos dividendos, enquanto mecanismo de acompanhamento do comportamento dos administradores, ao estenderem a análise de Jensen e Meckling (1976).

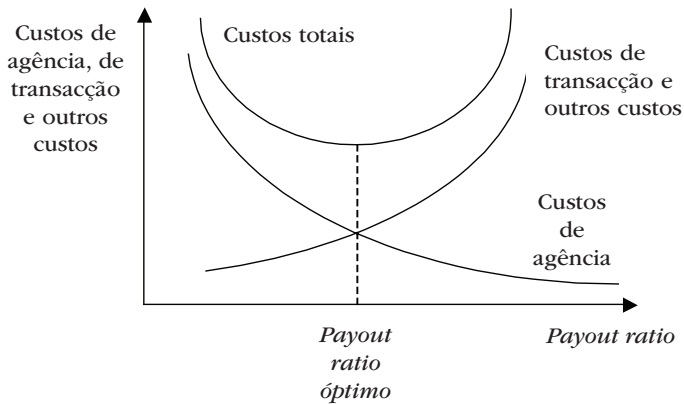
6.2.1. A distribuição de dividendos submete os administradores à disciplina dos mercados financeiros e eleva o risco financeiro da empresa

Rozeff (1982) defendeu que a distribuição de dividendos pode ser atribuído um papel similar ao de outros mecanismos de controlo da actividade dos administradores, de que são exemplo os sistemas de informação e controlo de gestão implementados, as auditorias e as cláusulas restritivas incluídas nos contratos de empréstimo. Contudo, sustentou, também, que a distribuição de dividendos se, por um lado, contribui para a minimização dos custos de agência do capital próprio (custos que, recorde-se, resultam dos conflitos de interesses entre accionistas e administradores), por outro, dadas as imperfeições que caracterizam os mercados, acresce significativamente os custos de transacção originados pela necessidade de recurso ao mercado, para compensar as necessidades de financiamento que a distribuição de dividendos cria⁽²⁰⁹⁾. Assim, de acordo com o seu modelo, mesmo ignorando

⁽²⁰⁹⁾ Apesar de grande parte da investigação empírica fornecer apoio para a existência de custos directos e indirectos significativos resultantes do financiamento externo (ex. Ritter, 1987 e Eckbo e Masulis, 1995, citados em Farinha, 1999, p. 44), estudos como os de Eades *et al.* (1984), Huberman (1990) e Megginson (1997) concluem que os custos de transacção parecem ter pouca influência nas políticas de dividendos seguidas pelas empresas.

as considerações de ordem fiscal, existe uma política de dividendos óptima determinada pelo *tradeoff* entre os custos de agência do capital próprio e os custos de transacção. Como é ilustrado na Figura 6.1, a política de dividendos óptima é aquela que permite minimizar a totalidade dos custos associados, directa ou indirectamente, à distribuição de dividendos, onde se incluem os custos de agência do capital próprio, os custos de transacção e outros custos. Rozeff (1982), apesar de desenvolver o seu modelo ignorando as implicações fiscais da distribuição de dividendos *versus* a retenção de resultados, realça que, quer a desvantagem fiscal a que os dividendos normalmente estão sujeitos, quer o efeito que tal desvantagem exerce nas preferências dos investidores, podem ser incorporados no modelo na curva que reflecte os custos de transacção e na função que expressa o comportamento dos custos de agência, respectivamente.

Fig. 6.1 – O *payout ratio* óptimo de acordo com o modelo de Rozeff (1982)



Na linha do modelo formulado, o autor obteve evidência empírica que apoia uma forte relação entre os *dividend payouts* médios — ao longo do período compreendido entre 1974 e 1980 — de uma amostra de 1.000 empresas norte-americanas, distribuídas por 64 sectores de actividade, e o

conjunto das variáveis utilizadas enquanto *proxy's* dos custos de agência e de transacção. Como *proxy's* das relações de agência e, conseqüentemente, dos seus custos, o autor utilizou a percentagem do capital detido pelos administradores e o número de accionistas. No caso da primeira variável, a verificação da hipótese da influência dos custos de agência na distribuição de dividendos requer que se observe uma relação inversa entre essa variável e o *dividend payout*, dado que quanto maior for a percentagem do capital detido pelos administradores menor é a separação entre a propriedade e a gestão da empresa e menor é a necessidade, *ceteris paribus*, de recorrer à distribuição de dividendos para limitar os custos de agência⁽²¹⁰⁾. Relativamente à segunda variável, é esperado que se encontre positivamente relacionada com o *dividend payout*, já que, quanto maior é a dispersão do capital da empresa, maior é a probabilidade de se registarem custos de agência, em virtude do baixo incentivo que cada um dos investidores, considerado individualmente, possui para controlar a actividade dos administradores⁽²¹¹⁾. Enquanto *proxy's* dos custos de transacção, o autor utilizou duas medidas de crescimento da empresa e o coeficiente beta das suas acções como medida do risco da empresa, sendo esperado que todas estas variáveis exerçam uma influência negativa no *dividend payout*. No caso das medidas de crescimento, porque este, ao estar associado às necessidades de financiamento, limita a distribuição de dividendos com vista a reduzir a necessidade de a empresa ter que recorrer ao financiamento externo e, assim, suportar custos

⁽²¹⁰⁾ Nesta linha, grande parte dos estudos empíricos posteriores, ao considerarem a percentagem do capital da empresa, cuja propriedade pertence aos seus administradores, enquanto variável explicativa da distribuição de dividendos, documentam uma relação inversa entre ambas as variáveis. Vide, entre outros, Schooley e Barney (1994), Noronha *et al.* (1996), Agrawal e Jayaraman (1994) e Calvi-Reveyron (1999), bem como a generalidade dos trabalhos empíricos que procederam à reestimação do modelo de Rozeff (1982), com base em amostras diferentes, e ainda aqueles que levaram a cabo extensões daquele modelo. Estes trabalhos serão apresentados mais adiante.

⁽²¹¹⁾ Esta previsão é confirmada, entre outros, por Dempsey e Laber (1992) e Noronha *et al.* (1996). Todavia, noutros estudos empíricos recentes não é detectada qualquer relação, estatisticamente significativa, entre o índice de dispersão do capital da empresa e a distribuição de dividendos. Vide, entre outros, Alli *et al.* (1993) e Calvi-Reveyron (1999 e 2000).

de transacção; no que se refere ao risco, porque a volatilidade da taxa de retorno exigida pelos investidores tende a crescer os custos de emissão do financiamento externo, daí que a empresa procure limitar a necessidade de recorrer a esse financiamento reduzindo o seu *dividend payout*.

Os resultados obtidos, aquando da estimação do modelo, evidenciaram que todos os parâmetros são significativos e possuem o sinal esperado. Paralelamente, o autor constatou que o sector de actividade a que a empresa pertence não se mostrou relevante na explicação do seu *dividend payout*, levando-o a concluir que o efeito sector na política de dividendos, evidenciado por alguns estudos empíricos⁽²¹²⁾, se deve apenas ao comportamento similar, dentro de cada sector, das variáveis que na verdade possuem poder explicativo.

A robustez dos resultados obtidos por Rozeff (1982) foi confirmada pelos estudos empíricos que procederam à reestimação do seu modelo com base em amostras diferentes, bem como por aqueles que levaram a cabo extensões do seu trabalho original, como são exemplo os estudos de Lloyd *et al.* (1985), Jahera *et al.* (1986), Crutchley e Hansen (1989), Dempsey e Laber (1992), Alli *et al.* (1993), Schooley e Barney (1994), Moh'd *et al.* (1995) e Calvi-Reveyron (2000).

Lloyd *et al.* (1985) reestimaram o modelo de Rozeff introduzindo-lhe uma *proxy* da dimensão da empresa (volume de vendas), enquanto variável explicativa do *dividend payout*. Ao controlarem o efeito que a dimensão pode exercer na variável a explicar, os autores concluíram que a significância das variáveis consideradas, para medirem as relações de agência, diminuiu. Porém, quando separaram os efeitos das relações de agência dos efeitos da dimensão, constataram que ambos são significativos, o que os leva a concluir que o *dividend payout* é afectado pelas duas categorias de efeitos.

⁽²¹²⁾ De que são exemplo os trabalhos de McCabe (1979) e Michel (1979) – anteriores ao estudo em apreço – e, ainda, os mais recentes levados a cabo por Smith e Watts (1992), Gaver e Gaver (1993) e Moh'd *et al.* (1995).

Considerando, também, a variável dimensão da empresa, enquanto variável explicativa do seu *dividend payout*, Jahera *et al.* (1986) estimaram o modelo de Rozeff substituindo a variável «percentagem do capital detido pelos administradores» por variáveis fictícias, que procuram separar as empresas consoante a percentagem do capital que é detido pelos accionistas dominantes. Tendo em conta este critério, os autores separaram as 386 empresas da sua amostra final em dois grupos: um constituído por aquelas em que nenhum accionista possui mais do que 5% das suas acções — isto é, sociedades em que a dispersão do capital é grande e que os autores designaram por empresas *manager-controlled* — e, outro, constituído pelas empresas onde um só accionista, ou uma família, possui, pelo menos, 15% das acções (empresas *owner-controlled*). Na linha de Rozeff, os autores, ao mesmo tempo que evidenciaram que as empresas *manager-controlled* tendem a possuir um maior *dividend payout ratio*, concluíram que este se encontra negativamente relacionado com o crescimento da empresa, com o coeficiente beta da suas acções (risco), com a percentagem do capital detido pelos seus administradores e com o número de accionistas. No entanto, o poder explicativo destas variáveis revelou-se inferior ao que tinha sido obtido por Rozeff (1982). Estudos empíricos mais recentes, como o de Alli *et al.* (1993) — levado a cabo durante o período 1983-85, com base numa amostra de 105 empresas norte-americanas — e de Calvi-Reveyron (2000) — tendo por base uma amostra de 131 empresas francesas e o período compreendido entre 1988 e 1994 —, corroboraram o impacto negativo da percentagem do capital da empresa detido pelos seus administradores no seu *dividend payout ratio*, mas não obtiveram qualquer impacto naquela variável do índice de dispersão do capital da empresa (número de accionistas).

Crutchley e Hansen (1989), tendo por base uma amostra de 603 empresas norte-americanas e o período compreendido entre 1981 e 1985, obtiveram evidência empírica que apoia a importância dos custos associados à emissão

de novas acções e de agência na distribuição de dividendos. Assumindo que os primeiros são tanto maiores quanto menor é a dimensão da empresa e quanto mais elevado é o risco dos seus títulos, os autores utilizaram como *proxy's*, para captarem os custos associados à emissão de novas acções, o total do activo da empresa emitente e a variância das taxas de rendibilidade dos títulos. Os resultados obtidos, para além de evidenciarem que a dimensão da empresa exerce um efeito positivo na distribuição de dividendos e que o montante das despesas em publicidade, investigação e desenvolvimento possui um efeito indeterminado, revelaram que a percentagem do capital detido pelos administradores da empresa e a variância das taxas de rendibilidade exercem um efeito negativo no seu *dividend payout ratio*. Paralelamente, evidenciaram, ainda, que a probabilidade dos administradores incorrerem em perdas de diversificação (perdas em que incorrem ao decidirem deslocar fundos do seu património pessoal para alargarem a sua posição no capital da empresa) se encontra negativamente relacionada com o rácio de endividamento da empresa e com o seu *dividend payout ratio*. Este conjunto de resultados, além de revelar que os administradores da empresa fixam o montante de dividendos tendo em conta o montante dos custos de emissão que terão que suportar para se financiarem nos mercados de capitais, são indicativos de que o comportamento e decisões daqueles, no que respeita às suas decisões financeiras, são orientados com vista a controlar, de forma eficiente, os custos de agência.

Schooley e Barney (1994), retomaram a especificação do modelo original de Rozeff (1982) — substituindo a variável a explicar «*dividend payout*» pelo «*dividend yield*» e incluindo variáveis de controlo do efeito indústria — com o intuito de estudarem, mais de perto, se a política de dividendos e a posição assumida pelos administradores da empresa no seu capital (*CEO stock ownership*) são mecanismos usados de forma integrada para reduzir os custos de agência do capital próprio. Ao analisarem uma amostra de 235 empresas industriais, os autores obtiveram uma relação em U entre

o *dividend yield* e a *CEO stock ownership*. Este resultado leva-os a concluir que até ao ponto em que os CEO's começam a ficar «entrincheirados» (o que, segundo os seus resultados, acontece quando possuem 14,9% das acções da empresa) a relação é inversa — ou seja, a posição assumida pelos administradores da empresa no seu capital, ao reduzir os custos de agência, contribui para que o *dividend yield* decresça —, situação que se altera a partir deste ponto. Assim, o reforço da posição dos administradores no capital da empresa, enquanto mecanismo para reduzir os custos de agência do capital próprio, depende da posição que os mesmos já assumem. Conclusão similar foi obtida por Farinha (1999) ao analisar, em dois períodos (1991 e 1996), duas amostras de empresas não financeiras e não regulamentadas do Reino Unido, em cada um daqueles anos. Porém, aquando da estimação dos níveis críticos de participação dos CEO's no capital da empresa, aqueles mostraram-se mais elevados quando comparados com os obtidos por Schooley e Barney. Aqueles níveis variaram entre um valor mínimo de 30,69% e um valor máximo de 31,77%, em 1991, e entre 11,72% e 33,44%, em 1996, em face do processo de estimação utilizado e consoante as empresas tenham sido consideradas todas em simultâneo ou separadas em dois grupos, tendo em conta a sua dimensão (grandes e pequenas).

Dempsey e Laber (1992) retomaram, também, a especificação original do modelo de Rozeff (1982) e estimaram-na em dois períodos de tempo distintos. Numa primeira fase, durante o período 1974-1980 (período utilizado por Rozeff) e, numa segunda, ao longo do período compreendido entre 1981 e 1984. Este último período, segundo os autores, é caracterizado por uma descida dos impostos, uma inflação mais moderada e um elevado crescimento da economia norte-americana. No primeiro caso utilizaram uma amostra de 968 empresas e, no segundo, 739. Ao obterem resultados similares aos de Rozeff em ambos os períodos, os autores concluíram que o modelo daquele autor possui estabilidade estrutural ao longo do tempo.

Tendo, ainda, por base o modelo original de Rozeff (1982), Moh'd *et al.* (1995) testaram a hipótese da existência de um *dividend payout ratio* óptimo, onde os custos de agência e de transacção são minimizados. Para o efeito recorreram a análises assentes, simultaneamente, em dados *cross-section* e em séries temporais, ao mesmo tempo que consideraram, segundo as suas palavras, medidas mais directas da estrutura dos custos de agência. A variável beta do modelo de Rozeff foi substituída por medidas de risco operacional e financeiro e, adicionalmente, foram incluídas variáveis para controlar o efeito indústria e para reflectir o efeito que a percentagem do capital da empresa detido por certa categoria de investidores, como os investidores institucionais, pode exercer na estrutura dos custos de agência. Os resultados da análise efectuada, ao longo do período 1972-1989, além de revelarem um efeito positivo da variável «*institutional ownership*» no *dividend payout ratio* encontram-se na linha dos obtidos por Rozeff no que se refere às restantes variáveis. Os autores, ao obterem evidência de que a relação entre o *dividend payout ratio* e as *proxy's* dos custos de agência e de transacção utilizadas se manifesta, não apenas na análise *cross-section*, mas também ao longo do tempo, concluíram que os administradores ajustam os *dividend payouts ratios* das suas empresas em resposta à alteração operada na estrutura daquelas duas categorias de custos.

Easterbrook (1984), recorrendo a outra categoria de argumentos, explorou, igualmente, o papel dos dividendos na redução dos custos de agência do capital próprio. A base da sua argumentação assentou na constatação de que os accionistas das empresas de capital disperso, quando considerados individualmente, possuem pouco incentivo para controlarem a actividade dos administradores, dado que teriam de suportar custos de acompanhamento sozinhos e repartirem os benefícios de tal actividade com os demais accionistas. Assim, segundo o autor, uma política de dividendos generosa e regular encontra fundamento, no contexto da teoria de agência, em pelo

menos dois motivos fundamentais. Em primeiro lugar, ao limitar a capacidade de autofinanciamento da empresa, *ceteris paribus*, obriga os seus administradores a recorrerem mais frequentemente aos mercados de capitais — e, conseqüentemente, a sujeitarem-se à disciplina por eles imposta — para suprirem as suas necessidades de financiamento⁽²¹³⁾. Tal facto cria disciplina no comportamento dos administradores, em virtude da actividade de acompanhamento exercida pelos investidores externos, intermediários financeiros e autoridades monetárias⁽²¹⁴⁾. Estes acompanhamento e avaliação, por parte dos investidores potenciais, constituem um incentivo à melhoria do desempenho da equipa dos administradores. Por um lado, porque a sua

⁽²¹³⁾ Na linha desta importante função disciplinadora atribuída aos mercados de capitais, potenciada pela distribuição de dividendos e pelas oportunidades de crescimento, é de esperar que as empresas, em períodos de reduzido crescimento, aumentem a distribuição de dividendos, ao contrário do que acontece naqueles períodos caracterizados por um forte crescimento, em que as necessidades de recorrerem aos mercados de capitais asseguram o controlo e a supervisão da actividade dos administradores. Smith e Watts (1992), Gaver e Gaver (1993) e Hansen *et al.* (1994) obtêm evidência empírica neste sentido. Estes últimos autores, ao estudarem o comportamento das empresas americanas regulamentadas, pertencentes ao sector dos serviços eléctricos (*electric utilities*), para além de obterem evidência clara do papel controlador dos dividendos nos conflitos de interesses que resultam das relações de agência, não só entre accionistas e administradores, mas também entre estes últimos e as entidades reguladoras, colocaram em destaque a afluência com que aquelas empresas recorrem ao mercado e distribuem dividendos em períodos de menor e maior crescimento: em períodos de baixo crescimento a média anual de captação de fundos no mercado, por parte das empresas estudadas, situou-se em 30,6 milhões de dólares e a distribuição de dividendos nos 120,2 milhões; estas médias situaram-se, respectivamente, em 61,6 milhões e 91,6 milhões, nos períodos de maior crescimento. Johnson (1995) obteve, igualmente, evidência empírica consistente com o facto de a distribuição de dividendos obrigar as empresas a recorrerem ao mercado de capitais e, assim, sujeitarem-se à disciplina que este impõe. Em particular, os resultados obtidos permitiram constatar que as empresas caracterizadas por um baixo crescimento e um elevado *payout ratio* recorreram, durante um período de 5 anos, em média, 5,04 vezes ao mercado de capitais, enquanto que as empresas similares, mas com um *payout ratio* baixo, se ficaram pelas 2 vezes. Ainda nesta linha, Rodríguez (1995), citado em Padilla (1999), analisou, com base numa amostra final de 50 empresas espanholas, se as acções com menor (maior) rendimento por dividendos correspondem a empresas com elevados (baixos) ritmos de crescimento. Os resultados obtidos revelaram que o crescimento médio do activo das empresas com alto rendimento por dividendos foi de 8,79%, enquanto que as empresas com um baixo rendimento por dividendos registaram um crescimento médio dos seus activos de 24,18%.

⁽²¹⁴⁾ Vide, entre outros, os estudos empíricos de Moyer *et al.* (1989), Chung e Jo (1996) e de Jain e Kini (1999) onde se fornece evidência relativa ao papel dos analistas financeiros e dos bancos de investimento na monitorização do comportamento dos administradores da empresa.

reacção a um comportamento reprovável dos administradores é imediata (queda do preço que oferecem pelas acções ou mesmo recusa de compra), ao contrário da dos accionistas existentes, que apenas podem disciplinar os actos daqueles pela via da venda dos títulos que possuem ou pelo exercício do direito de voto. Por outro, porque os investidores potenciais possuem um forte incentivo para controlarem a actividade dos administradores antes de decidirem investir na empresa.

Em segundo lugar, Easterbrook (1984) argumenta que a distribuição de dividendos também contribui para forçar os administradores a tomarem decisões que em outras situações evitariam, como por exemplo, o acréscimo do endividamento da empresa. Como é realçado pelo autor, constitui um mecanismo capaz de modificar o rácio de endividamento da empresa de acordo com os objectivos dos seus accionistas e, assim, compensar a tendência natural dos administradores para a aversão ao risco financeiro⁽²¹⁵⁾, dado que a distribuição de resultados em dinheiro acresce a dimensão relativa do endividamento se não for emitido capital próprio «fresco» para financiar essa distribuição de resultados. Assim, argumenta que os dividendos, ao restringirem a capacidade dos administradores de manterem o endividamento

⁽²¹⁵⁾ A maior aversão ao risco por parte dos administradores, relativamente à generalidade dos accionistas, resulta da sua menor capacidade para diversificarem as suas fontes de rendimento. Enquanto que o valor do capital humano dos administradores, e as suas fontes de rendimento, depende da sobrevivência da empresa, os investidores podem mais facilmente diversificar as suas fontes de rendimento fora da empresa. Assim, apesar de ser suposto que os administradores, ao actuarem como agentes dos accionistas, tomam as decisões financeiras que melhor servem os interesses destes últimos, na verdade esta diferente exposição ao risco de cada uma das partes pode condicionar o seu comportamento, como é demonstrado por Shavell (1979), Marcus (1982), entre outros. Por exemplo, se a empresa entrar em insolvência financeira, os administradores, além de poderem perder o seu emprego, vêem a sua reputação afectada, bem como os seus rendimentos potenciais futuros, daí que procurem minimizar o risco das empresas que dirigem com o intuito de minimizarem o seu risco pessoal. Neste sentido, Fama e Jensen (1983a, 1983b) ao referirem-se às características do accionista-administrador, em matéria de assunção de risco, argumentam que estes tendem a privilegiar para a sua empresa os investimentos e as fontes de financiamento com menor risco — que não convêm à generalidade dos accionistas —, dada a menor possibilidade de diversificarem o seu risco, em virtude do seu investimento humano e financeiro na mesma organização. A hipótese da aversão ao risco do accionista-administrador é confirmada por Agrawal e Nagarajan (1990), quando aqueles tomam decisões de financiamento.

da empresa a níveis muito baixos, ou até de o reduzirem, ao mesmo tempo que previnem a utilização discricionária que estes resultados poderiam ter quando não distribuídos, evitam que se proceda a uma transferência de riqueza dos accionistas para os credores. Esta transferência ocorre quando o risco financeiro da empresa se torna inferior ao que esteve na base da fixação da taxa de juro subjacente aos contratos de empréstimo.

As duas explicações avançadas por Easterbrook (1984), no quadro da teoria de agência, para a distribuição de resultados, implicam três relações entre a política de dividendos das empresas e as suas características (*cf. Lease et al.*, 1999, p. 83): (i) as empresas em cujo capital os grandes investidores participam (ex. investidores institucionais) têm menos necessidades de monitorização por parte de profissionais externos, dado que aqueles possuem um maior incentivo para acompanharem a actividade dos administradores; assim, é de esperar que estas empresas, bem como as de capital fechado, possuam um menor *dividend payout ratio* quando comparadas com as empresas similares em que existe uma maior propensão para os conflitos de interesses entre administradores e accionistas; (ii) as empresas que possuem um baixo rácio de endividamento à partida, bem como as que possuem elevadas oportunidades de crescimento, é de esperar que distribuam menos dividendos, dado que a probabilidade de ocorrer uma transferência de riqueza dos accionistas para os credores, pela via da retenção de resultados, é reduzida⁽²¹⁶⁾; (iii) por outro lado, dado que as empresas que possuem um elevado rácio de endividamento são, também, aquelas onde os problemas de transferência de riqueza são potencialmente mais custosos e onde os accionistas mais terão a ganhar com o recurso ao endividamento, é de esperar uma relação positiva entre o rácio de endividamento da empresa e o seu *dividend payout ratio*.

⁽²¹⁶⁾ A menor probabilidade de ocorrer uma transferência de riqueza dos accionistas para os credores, pela via da retenção de resultados, nas empresas cujo rácio de endividamento é baixo, deve-se ao facto de aquela retenção proporcionar um acréscimo na segurança dos credores muitíssimo diminuto.

O teste empírico directo aos efeitos das relações de agência na política de dividendos, para além de outras dificuldades, defronta-se com a necessidade de distinguir duas importantes motivações que contribuem para as alterações na política de dividendos, a saber: crescimento dos resultados *versus* desinvestimento. Dado que o crescimento dos dividendos pode ser motivado por qualquer um daqueles fenómenos, é importante distinguir qual deles esteve na base desse crescimento, pois possuem efeitos potenciais distintos na cotação das acções da empresa. Enquanto que o crescimento dos dividendos sustentado numa política de desinvestimento, provavelmente terá um impacto negativo na cotação das acções, se tal for do conhecimento do mercado, em virtude do sinal negativo que lhe transmite, um crescimento dos dividendos apoiado num aumento dos resultados terá um impacto positivo na cotação das acções. Assim, segundo Easterbrook, um acréscimo na distribuição de dividendos pode fornecer um sinal ambíguo ao mercado se não for acompanhado de informação que lhe permita distinguir as bases que o sustentam. Neste sentido, segundo as implicações do seu modelo, a cotação das acções das empresas que anunciaram um acréscimo dos dividendos conjuntamente com a emissão de novas fontes de financiamento deverá subir mais relativamente à cotação das acções das empresas que apenas anunciaram um acréscimo dos dividendos. Esta hipótese foi confirmada empiricamente por Born e Rimbey (1993), com base numa amostra de 490 empresas cotadas norte-americanas.

À luz do modelo de Easterbrook (1984) o papel dos dividendos na redução dos custos de agência, além de ser condicionado pelas características da empresa que potencialmente influenciam aqueles custos, bem como os que se prendem com o acesso ao mercado de capitais, assenta na possibilidade de existirem mecanismos alternativos que podem ser utilizados para controlar tais custos e na sua perfeita substituibilidade. Em particular, supõe uma interligação entre as decisões de dividendos e de financiamento (estrutura do

capital). Nesta linha, Noronha *et al.* (1996) testaram um modelo de equações simultâneas, onde se reconhece a simultaneidade das decisões de estrutura do capital e de dividendos, assim como a sua dependência das características da empresa, nomeadamente das oportunidades de crescimento e da disponibilidade de outros mecanismos, para além dos dividendos, capazes de contribuir para a minimização dos custos de agência (*non-dividend monitoring mechanisms*)⁽²¹⁷⁾. Tendo presente estas duas características, os autores estratificaram a amostra em subgrupos, pois ao observarem que a distribuição de dividendos não possui apenas benefícios potenciais, mas também implica custos (ex. custos fiscais e de emissão), reconhecem que a validade do papel dos dividendos, enquanto mecanismo capaz de conduzir a um acompanhamento da empresa por parte do mercado, é condicionada pela existência de outros mecanismos de controlo dos custos de agência disponíveis, para além dos relacionados com os dividendos, e pelas suas oportunidades de crescimento. Em particular, os autores testaram as seguintes hipóteses:

H₁: No caso das empresas com elevadas oportunidades de crescimento e/ou elevados *non-dividend monitoring mechanisms*, os *dividend payouts ratios* podem não se encontrar relacionados com as variáveis *proxy's* dos custos de agência e de transacção.

H₂: A simultaneidade entre as decisões de estrutura do capital e de dividendos é condicionada pela existência de elevadas oportunidades de crescimento e/ou pela existência de *non-dividend monitoring mechanisms*.

⁽²¹⁷⁾ Como *non-dividend monitoring mechanisms* os autores consideram, fundamentalmente, os pacotes de remuneração dos administradores baseados no seu desempenho de mercado, a existência de um accionista maioritário ou de um núcleo duro capaz de funcionar como *external monitor* e as ameaças potenciais de *takeover*.

Os resultados obtidos nas estimações efectuadas, com base numa amostra de empresas industriais constantes do S&P 400 e em dados recolhidos ao longo do período compreendido entre 1968 e 1988, revelaram, na linha das hipóteses formuladas, que na subamostra em que existem mecanismos de controlo dos custos de agência, alternativos aos dividendos, e/ou elevado crescimento esperado, o *dividend payout ratio* das empresas não se encontra relacionado com as *proxy's* dos custos de agência utilizadas e não existe interacção entre as decisões de estrutura do capital e de dividendos⁽²¹⁸⁾. Porém, na subamostra em que existem baixos mecanismos de controlo dos custos de agência, alternativos aos dividendos, e/ou reduzido crescimento esperado, o *dividend payout ratio* é explicado pelas *proxy's* dos custos de agência utilizadas, sendo ainda observada uma simultaneidade entre as decisões de estrutura do capital e de dividendos.

6.2.2. A distribuição de dividendos reduz o *free cash-flow*

Como se referiu no capítulo 2, Jensen (1986) argumentou que os conflitos de interesses entre accionistas e administradores assumem particular relevância quando as empresas geram *free cash-flow*. Naquele capítulo discutiu-se o papel do endividamento enquanto mecanismo capaz de reduzir a fonte de conflitos suplementares entre as duas partes nas empresas que geram *free cash-flow*; agora a nossa atenção volta-se para a distribuição de dividendos. De acordo com Jensen (1986) e com os estudos que se situam na sua linha, a retenção dos resultados gerados pela empresa ao ser preferida

⁽²¹⁸⁾ Eckbo e Verma (1994), citados em Farinha (1999), tendo por base uma amostra de empresas cotadas canadianas, obtêm, igualmente, evidência empírica consistente com a interligação entre os dividendos e os outros mecanismos de controlo dos custos de agência disponíveis. Em particular, os seus resultados revelaram que a distribuição de dividendos tende a decrescer à medida que os poderes de voto dos administradores/proprietários crescem e converge para zero quando estes controlam, em absoluto, o capital da empresa. Evidência empírica semelhante é também obtida por Gugler (2003) ao analisar um painel de empresas australianas durante o período compreendido entre 1991 e 1999.

pelos administradores relativamente à sua distribuição, pode não constituir uma decisão que vá ao encontro da maximização do valor da empresa, como é desejado pelos accionistas, especialmente quando a dimensão e o valor das suas oportunidades de investimento são pequenas. Nesta situação, a retenção de resultados, ao gerar *free cash-flow*, contribui para alargar o montante de recursos que podem ter uma utilização discricionária por parte dos administradores e ao mesmo tempo os problemas de sobre-investimento, o que potencia os conflitos de interesses resultantes da relação de agência entre accionistas e administradores⁽²¹⁹⁾, custos estes que se reflectem no valor da empresa. Assim, segundo Jensen, os acréscimos (decréscimos) na distribuição de dividendos, ao contribuírem para a redução (aumento) do *free cash-flow* disponível — e, conseqüentemente, para o decréscimo (acrécimo) dos custos de agência do capital próprio —, podem conduzir ao acréscimo (decrécimo) da cotação das acções da empresa.

(219) Quanto maior é o *free cash-flow* gerado pela empresa mais importantes se tornam os conflitos de interesses entre accionistas e administradores, em virtude de se criarem as condições para que estes últimos sejam tentados a fazer crescer a empresa para além da sua dimensão óptima, fundamentalmente por duas razões: (i) por um lado, o crescimento da empresa mesmo à custa da aceitação de projectos cujo VAL é negativo, quando avaliados com base na taxa exigida pelos accionistas, acresce o poder de influência dos administradores ao aumentar a quantidade de recursos sob o seu controlo e, (ii) por outro, porque parte da sua remuneração e a sua reputação encontram-se, frequentemente, associadas ao crescimento da empresa e à sua dimensão. Para um desenvolvimento destas razões, bem como para a sua fundamentação, vide, entre outros, Murphy (1985), Schmidt e Fowler (1990), Lambert *et al.* (1991) e Paquerot (1997).

Adicionalmente, como sublinha Charreaux (1997), a existência de *free cash-flow* incentiva os administradores a adoptarem estratégias de diversificação, através da aceitação de projectos de investimento não necessariamente rentáveis, com vista a posicionarem-se em sectores que eles conhecem melhor e onde possuem vantagens comparativas, para assim aumentarem o seu poder discricionário e diminuïrem o risco de gestão. Este comportamento é tanto mais provável quanto menor for o incentivo para que cada um dos accionistas da empresa, considerado individualmente, controle a actividade dos administradores. Neste sentido, Hill e Snell (1988, 1989), citados em Charreaux (1997), documentam uma relação positiva entre a estratégia de diversificação da empresa e o grau de dispersão do seu capital, explicada pela dificuldade em controlar a actividade dos administradores sempre que a propriedade do capital se encontra dispersa. Mais recentemente, Denis *et al.* (1997) corroboraram esta conclusão ao constatarem que o nível de diversificação das empresas se encontra negativamente relacionado com a percentagem do capital detido pelos administradores e com a proporção do capital detido por cada um dos accionistas (ou por um bloco de accionistas) externos à direcção da empresa.

O espírito desta linha de argumentação, para explicar a distribuição de dividendos com base na teoria de agência, encontra-se em sintonia com a avançada por Easterbrook (1984), como é realçado por Lease *et al.* (1999) e Farinha (1999). A regular distribuição de resultados, pela via do pagamento de dividendos, constitui uma forma de forçar algumas empresas a recorrerem, com mais frequência, ao mercado de capitais para suprirem as suas necessidades de financiamento; para outras, este efeito pode não assumir relevância, quer por virtude da sua elevada folga financeira, quer pela ausência de oportunidades de investimento rendíveis. Mas, mesmo neste último caso, uma política de dividendos generosa tem a virtude de, pelo menos, assegurar aos accionistas um retorno regular que pode por eles ser reinvestido segundo os seus próprios interesses, ao mesmo tempo que minimiza a probabilidade de aqueles recursos serem esbanjados pelos administradores em projectos cujo VAL é negativo (*cf.* Farinha, 1999, p. 49).

Uma das objecções que se tem levantado contra a eficácia do pagamento de dividendos *versus* endividamento — enquanto mecanismos que podem ser utilizados para reduzirem os custos de agência do capital próprio, em geral, e o *free cash-flow*, em particular —, é a de que os dividendos não representam um verdadeiro compromisso financeiro por parte dos administradores, ao contrário do pagamento do serviço da dívida. Assim, como sublinham Grossman e Hart (1982), Jensen (1986), Ghoshen (1995), entre outros, é mais fácil aos administradores procederem a cortes nos dividendos do que suspenderem o pagamento do serviço da dívida. Todavia, a investigação existente, que tem procurado explicar a política de dividendos das sociedades com base nos efeitos de sinalização que tais decisões transmitem ao mercado acerca das perspectivas futuras da empresa, tem fornecido fortes argumentos para enfraquecer aquela posição (vide capítulo 7). Como é realçado por grande parte desses trabalhos, os administradores são muito relutantes em alterar a política de dividendos que têm vindo a seguir — nomeadamente aqueles que optarem por uma política assente

na estabilidade dos dividendos —, por virtude do sinal que tais alterações transmitem ao mercado e do impacto que possuem na cotação das acções. Do mesmo modo, mostram-se relutantes em iniciar uma política de dividendos, nomeadamente quando é inesperada, dada a visibilidade no mercado de tais decisões. Neste sentido, modelos teóricos recentes, como os propostos por Myers (2000) e Fluck (1998), desenvolvidos, fundamentalmente, no quadro da teoria da agência, apoiam a estabilidade dos dividendos. No modelo de Myers, porque um fluxo contínuo de dividendos reduz a ameaça de demissão dos administradores e de liquidação da empresa por parte dos accionistas externos⁽²²⁰⁾; no modelo de Fluck porque, em equilíbrio, os administradores possuem um incentivo para distribuírem dividendos, com o intuito de estabelecerem e fortalecerem a sua reputação junto dos accionistas externos⁽²²¹⁾.

Na linha da argumentação que tem sido produzida, no que se refere ao papel dos dividendos na redução do *free cash-flow* disponível — e, consequentemente, na resolução dos conflitos de interesses entre accionistas e administradores que lhes estão associados —, a investigação empírica tem procurado testar a eficácia de tal mecanismo no alcance desse objectivo. Não cabendo aqui uma revisão detalhada de todos esses trabalhos, em virtude do seu vasto número, concentrar-nos-emos naqueles que nos parecem mais representativos.

⁽²²⁰⁾ Dickerson *et al.* (1998), ao analisarem a relação entre o objectivo das empresas do Reino Unido em matéria de política de dividendos e a probabilidade de virem a estar sujeitas a uma operação de *takeover*, obtiveram resultados que se situam nesta linha. Em particular, a relação negativa encontrada entre as variáveis — depois de controlado o efeito da dimensão da empresa, liquidez e *free cash-flow* disponível — é interpretada como sendo consistente com o facto de os administradores das empresas do Reino Unido usarem a distribuição de dividendos com o intuito de manterem a lealdade dos accionistas num sistema financeiro caracterizado por um mercado activo de tomada de controlo.

⁽²²¹⁾ Na linha da hipótese de que os dividendos são vistos pelos administradores e accionistas como um compromisso de ligação efectivo, Baker *et al.* (1985) e Baker *et al.* (2002) concluíram que os administradores estão amplamente concentrados na continuidade dos dividendos, através das respostas obtidas a um inquérito em que se lhes pedia para manifestarem o seu ponto de vista no que se refere à política de dividendos. Neste mesmo sentido, DeAngelo e DeAngelo (1990) concluíram que os administradores das empresas com uma longa história de distribuição de dividendos vêem a omissão dos mesmos como não atractiva.

Lang e Litzenberger (1989) centraram-se no papel dos dividendos, enquanto mecanismo que pode ser utilizado para reduzir a probabilidade dos administradores da empresa utilizarem o *free cash-flow* disponível segundo os seus próprios interesses. Em particular, com o intuito de distinguirem se o impacto na cotação das acções, resultante de uma alteração da política de dividendos, se deve ao seu efeito de sinalização ou se é consistente com o postulado pela teoria de agência, os autores compararam a reacção dos investidores face a uma alteração da política de dividendos levada a cabo pelos administradores suspeitos de sobre-investimento, com a mesma reacção face a uma mesma alteração, adoptada por administradores sobre os quais recai uma menor suspeita de tal comportamento. Para distinguirem as empresas recorreram ao rácio Q de Tobin⁽²²²⁾. As empresas que investem no sentido de maximizarem o seu valor, segundo os autores, possuem um Q ratio superior à unidade, dado que o valor de mercado reflecte o valor dos activos subjacentes ao investimento mais o valor actual desse mesmo investimento. Pela mesma lógica, um Q ratio inferior à unidade é indicativo de sobre-investimento. Distinguidas as empresas, é esperado que a alteração da política de dividendos tenha um maior impacto na cotação das acções das empresas que, segundo a classificação dos autores, se encontram numa situação de sobre-investimento. Recorrendo a uma amostra de 429 alterações da política de dividendos, ocorridas entre 1979 e 1984, os autores concluíram que a reacção do mercado, face a uma tal alteração, é quase quatro vezes maior no caso das empresas com um Q ratio baixo. Estes resultados foram interpretados pelos autores como consistentes com a hipótese de que a distribuição de resultados restringe a decisão dos administradores de investirem para além do que é desejado pelos accionistas. No entanto, essa

⁽²²²⁾ Quociente entre o valor de mercado da empresa e o valor de reposição (contabilístico) dos seus activos.

interpretação é contestada por Denis *et al.* (1994) e Yoon e Starks (1995). Segundo estes, a relação encontrada entre a reacção da cotação das acções e o Q de Tobin deve-se ao efeito que a dimensão da alteração dos dividendos e do *dividend yield* poderá exercer naquela relação. A argumentação avançada, em termos resumidos, é a seguinte: visto que o valor das acções em dado instante reflecte o valor actual dos dividendos futuros nesse momento, é de crer que os investidores esperem que as empresas com um *dividend yield* baixo aumentem os seus dividendos a uma taxa maior do que as empresas com um *dividend yield* elevado. Assim, o acréscimo dos dividendos por parte das empresas com um elevado *dividend yield*, que geralmente também possuem um Q de Tobin baixo, representa uma maior surpresa para os investidores e, por esta razão, encontra-se associado a uma maior alteração das cotações. Na linha desta argumentação, em nenhum daqueles trabalhos foi encontrada qualquer relação, estatisticamente significativa, entre a rendibilidade anormal das acções à volta da data do anúncio do acréscimo dos dividendos por parte das sociedades emitentes dos títulos e o seu Q de Tobin, depois de controlado o efeito que a dimensão da alteração dos dividendos e do *dividend yield* poderá exercer nessa relação.

Howe *et al.* (1992) estenderam a análise de Lang e Litzenberger (1989), com o intuito de averiguarem se as suas conclusões se mantêm quando são considerados os dividendos especiais e a recompra de acções próprias. De forma mais precisa, estes autores analisaram o efeito do anúncio destas formas de distribuir resultados na cotação das acções, com o propósito de averiguarem se essa reacção é consistente com a hipótese do *free cash-flow*. Contrariando os resultados obtidos por Lang e Litzenberger (1989), os autores concluíram, com base numa amostra de 55 operações de recompra de acções próprias e 60 anúncios de dividendos especiais ocorridos entre 1979 e 1989, que a reacção da cotação das acções, face aos eventos estudados, não se encontra correlacionada com o Q de Tobin. O mesmo é dizer, a reacção do mercado face ao anúncio da recompra de acções próprias e

à distribuição de dividendos especiais não se mostrou, do ponto de vista estatístico, diferente nas empresas que supostamente se encontram numa situação de sobre-investimento, comparativamente àquelas que é suposto investirem no sentido de maximizarem o seu valor. Ao ficarem perplexos face aos resultados obtidos, os autores desenvolveram um teste mais refinado onde associaram as alterações da cotação das acções durante o período do anúncio e o *cash-flow* das empresas, bem como um termo de interacção entre o seu Q de Tobin e o seu *cash-flow*. Este teste, segundo os autores, capta melhor a provável extensão com que os administradores das empresas da amostra desperdiçam o *free cash-flow* disponível. Contudo, o teste mostrou-se, mesmo assim, incapaz de evidenciar qualquer relação entre a alteração da cotação das acções e a propensão dos administradores da empresa para o sobre-investimento.

Na senda dos estudos de Lang e Litzenberger (1989) e Howe *et al.* (1992), Lie (2000) procedeu a uma análise similar considerando, em simultâneo, a alteração dos dividendos regulares, a recompra de acções próprias e a distribuição de dividendos especiais. Segundo o autor, estas diferentes formas de distribuir resultados possuem implicações importantes dada a frequência com que normalmente ocorrem. Enquanto que a recompra de acções próprias e/ou a distribuição de dividendos especiais constituem formas de canalizar para o património privado dos accionistas recursos que ocorrem, geralmente, em momentos esporádicos do tempo, o acréscimo dos dividendos regulares conduz, tipicamente, à necessidade de manter permanentemente os dividendos no patamar previamente alcançado. Assim, as empresas que experimentarem um acréscimo esporádico do seu *cash-flow*, por exemplo devido à venda de activos ou a outras operações de natureza extraordinária, é natural que recorram à distribuição de dividendos especiais ou à recompra de acções próprias para fazerem chegar ao património privado dos seus accionistas aquele «excesso» de *cash-flow*, em lugar de aumentarem os dividendos regulares por virtude do vínculo que os mesmos

criam no futuro⁽²²³⁾. Em sentido contrário, as empresas cujo *free cash-flow* é gerado na sua actividade regular podem restringir o sobre-investimento presente e futuro, mais eficazmente através do acréscimo dos dividendos regulares do que através de outras formas alternativas de distribuição de resultados. Ao reconhecer estas duas dimensões do *free cash-flow*, Lie (2000) estudou o impacto dos três eventos referidos na cotação das acções. Com base numa amostra constituída por 207 operações de recompra de acções próprias, 570 anúncios de dividendos especiais e 7.417 acréscimos nos dividendos regulares, ocorridos entre 1978 e 1993, concluiu que as empresas que recorreram a cada um destes eventos possuem excesso de fundos, relativamente à média da indústria, à volta da data do evento. No entanto, na maior parte das vezes, esse excesso de fundos é esporádico no caso das empresas que recorreram à distribuição de dividendos especiais ou à recompra de acções próprias e resulta da actividade regular nas situações em que cresceram os dividendos regulares. Adicionalmente, ao relacionar a reacção da cotação das acções, observada à volta da data do evento, com o montante do excesso de fundos e com as oportunidades de crescimento das empresas — estas últimas medidas pelo Q de Tobin —, concluiu que a reacção da cotação das acções se encontra positivamente relacionada com o excesso de fundos e com as oportunidades de crescimento, no caso da recompra de acções próprias e da distribuição de dividendos especiais de

(223) Blanchard *et al.* (1994), ao analisarem o destino que as empresas com reduzidas oportunidades de crescimento dão aos *cash-flows* esporádicos, concluem mesmo a favor da sua não distribuição aos investidores. Em particular, os resultados obtidos revelaram que os administradores das empresas com baixas oportunidades de crescimento procuram reter os *cash-flows* gerados esporadicamente em lugar de os distribuírem aos investidores pela via dos dividendos, recompra de acções próprias ou, até mesmo, em vez de os destinarem à amortização de dívida. Segundo os autores, estes *cash-flows* são, normalmente, destinados à aquisição de outras empresas – na mesma ou em linhas de negócio diferentes –, à cobertura de prejuízos operacionais acumulados, ao acréscimo da compensação dos administradores ou à recompra de acções próprias, com o propósito particular de reforçar a posição de um bloco de accionistas. Na interpretação dos autores, este comportamento dos administradores, na linha da teoria de agência, revela a sua preocupação em manter a empresa pouco atractiva, com vista a evitar ameaças à sua posição por parte de outras equipas de gestão.

elevada monta. Porém, esta relação não se mostrou significativa no caso do acréscimo dos dividendos regulares, bem como na situação de distribuição de dividendos especiais de pequeno montante.

Seguindo uma linha de abordagem diferente, Agrawal e Jayaraman (1994) exploraram, igualmente, o papel dos dividendos enquanto mecanismo capaz de reduzir a probabilidade de os administradores utilizarem o *free cash-flow* disponível de acordo com os seus interesses específicos. Dado que o pagamento de juros (vide capítulo 2) e de dividendos reduz o montante de recursos da empresa que pode ter uma utilização discricionária por parte dos seus administradores, os autores compararam a política de dividendos das empresas não endividadas com a das empresas similares endividadas. De forma mais precisa, os autores testaram, numa primeira fase, a hipótese de que, se a política de dividendos seguida pelas empresas é influenciada pela necessidade de restringir o sobre-investimento, as empresas não endividadas deveriam distribuir, sob a forma de dividendos, uma maior percentagem do resultado gerado, comparativamente às empresas endividadas, pois estas, ao fazerem face ao serviço da dívida, reduzem o seu *free cash-flow*. Na linha da hipótese formulada, os autores, com base numa amostra de 71 empresas e observações recolhidas ao longo do período compreendido entre 1979 e 1983, constataram que o *payout ratio* das empresas financiadas exclusivamente por capitais próprios é significativamente maior do que o das empresas endividadas. Adicionalmente, analisaram se o *payout ratio* das empresas financiadas exclusivamente por capitais próprios difere consoante a percentagem de acções detida pelos administradores. Constataram que, quanto maior é a percentagem do capital da empresa detido pelos seus administradores, menor é o seu *payout ratio*⁽²²⁴⁾. Este conjunto de resultados é consistente com a hipótese de que os dividendos e o endividamento

(224) É de notar que a maior percentagem do capital da empresa detido pelos seus administradores é indicativa de uma maior probabilidade de existir uma convergência de interesses entre accionistas e administradores.

funcionam como mecanismos substitutos para reduzirem os conflitos de interesses, entre accionistas e administradores, associados ao uso dos *free cash-flows*⁽²²⁵⁾.

6.2.3. Os planos de recompensa dos administradores e a política de dividendos

Na linha do estudo de Agrawal e Jayaraman (1994) — e de outros trabalhos que olham para a distribuição de dividendos enquanto mecanismo complementar e/ou substituto do endividamento, estrutura de propriedade, dispersão do capital, etc., na redução dos custos de agência do capital próprio —, alguma da investigação empírica existente tem explorado, ainda, a interacção entre a distribuição de dividendos e os planos de recompensa dos administradores, enquanto mecanismos alternativos de acompanhamento e monitorização da sua actividade. A base destes estudos empíricos assenta, fundamentalmente, na hipotética substituibilidade dos mecanismos alternativos que potencialmente podem ser utilizados para amenizar os conflitos de interesses que se travam no seio das empresas modernas.

Neste quadro, Smith e Watts (1992) analisaram, ao nível do sector, as variações das políticas de financiamento, dividendos e de compensação dos administradores, ao longo do período compreendido entre 1965 e 1985. A sua análise, como é sintetizado pelos autores (p. 264), revelou, num primeiro plano, uma relação clara entre as oportunidades de crescimento das empresas e as suas políticas de financiamento, dividendos e de compensação dos administradores: as empresas com maiores opções de crescimento (isto é, maior acesso a projectos cujo VAL é positivo), possuem um menor

⁽²²⁵⁾ Conclusão semelhante foi obtida por Johnson (1995) ao estudar a reacção da cotação das acções de uma amostra de empresas norte-americanas, tendo em conta o seu *dividend payout ratio*, face ao anúncio de emissão de dívida directa. A amostra analisada compreendeu 129 anúncios de emissão de dívida directa, ocorridos entre 1977 e 1983.

endividamento, menores *dividend yields*, os seus administradores possuem um nível de compensação superior e recorrem mais frequentemente a *stock option plans*. Quando analisados mais de perto, os seus resultados evidenciaram, ainda, uma relação negativa entre o *dividend yield* e o uso de planos de compensação dos administradores (bónus e *stock option plans*), quando considerada a globalidade dos sectores da amostra. Estes resultados são indicativos de que os planos de compensação dos administradores, ao alinharem os seus interesses com os dos accionistas, funcionam como um mecanismo alternativo aos dividendos na redução dos custos de agência do capital próprio⁽²²⁶⁾.

Outros estudos empíricos analisaram, igualmente, o papel dos planos de compensação dos administradores implementados pelas empresas para alinharem os interesses daqueles com os dos accionistas, considerando-os quer como um mecanismo substituto dos dividendos, quer como um instrumento capaz de melhorar o desempenho da empresa. Kumar e Sopariwala (1992) analisaram se os planos, que associam a compensação dos administradores ao desempenho da empresa que dirigem, contribuíram para melhorar a performance desta, o mesmo é dizer, se aqueles planos contribuíram para redireccionar o comportamento dos administradores para a melhoria do desempenho da empresa e, assim, para o alinhar dos seus interesses com os interesses dos accionistas. Os resultados obtidos, com base numa amostra de

⁽²²⁶⁾ Estudos empíricos anteriores, como os de Lewellen *et al.* (1987), Lambert *et al.* (1989) e Defusco *et al.* (1990), também obtiveram evidência consistente com o facto de os planos de compensação dos administradores da empresa serem fixados com o intuito de alinharem os seus interesses com os dos accionistas, contribuindo, assim, para reduzirem a distribuição de dividendos. Porém, Lambert *et al.* (1989) e Defusco *et al.* (1990), ao analisarem as variações da política de dividendos após a introdução dos *stock option plans* na remuneração dos administradores, argumentam que a queda observada na distribuição de dividendos advém, em parte, do facto de esta reduzir o valor da opção, pois normalmente não se encontra protegida contra a diluição do valor das acções motivada pela distribuição de dividendos. Adicionalmente, observaram que a introdução dos *stock option plans*, ao ser normalmente acompanhada por uma valorização das acções, é consistente com as previsões da teoria de agência relativas ao papel destes planos na redução dos conflitos de interesses entre accionistas e administradores e com o facto de os mesmos poderem ser vistos como mecanismos de acompanhamento, substitutos dos dividendos.

62 empresas incluídas na *Fortune 500* que ao longo do período 1978-1982 anunciaram a adopção daquele tipo de planos de compensação dos seus administradores, evidenciaram que a cotação das suas acções, à volta da data do anúncio, reagiu favoravelmente — comparativamente às do grupo de empresas de controlo —, o que é, segundo os autores, consistente com o facto de que tais planos contribuem para a redução dos custos de agência. Paralelamente, constataram que as empresas que adoptaram tais planos registaram um crescimento superior nos indicadores de rendibilidade, o que evidencia, segundo a sua interpretação, o papel crucial que os planos de compensação desempenharam na motivação dos seus administradores. Por fim, detectaram que as variações registadas na cotação das acções, à volta da data do anúncio dos planos, se encontram positivamente correlacionadas com o crescimento subsequente registado nos resultados por acção (medida usada para avaliar a performance das empresas). Mais recentemente, Attaway (2000) obteve resultados que se situam na linha desta última conclusão. Porém, a relação por si encontrada entre a performance das empresas (medida pela rendibilidade do capital próprio) e a compensação dos seus administradores, embora se tenha revelado positiva, é bastante mais fraca nas empresas da amostra estudada (42 empresas pertencentes a um sector específico: empresas de computadores e de material electrónico).

White (1996) estudou os efeitos na política de dividendos das empresas que implantaram planos de compensação dos seus administradores, onde se associa o montante da recompensa pelos seus serviços aos dividendos distribuídos. Concentrando a sua análise em empresas pertencentes a sectores cujos custos potenciais de agência, relacionados com o *free cash-flow* disponível, são elevados, obteve resultados consistentes com a hipótese de que as empresas incluem nos contratos de remuneração dos seus administradores cláusulas com vista a associarem a sua recompensa ao montante dos dividendos distribuídos, para assim alinharem os interesses de ambas as partes e reduzirem os custos associados à relação de agência que lhe

está subjacente. Em particular, os resultados obtidos revelaram que as empresas que incluíram estas cláusulas nos contratos de remuneração dos seus administradores possuem maiores *dividend payouts* e *dividend yields ratios*, bem como variações anuais dos dividendos de magnitude maior. Adicionalmente, concluiu, ainda, que o recurso a estas cláusulas é mais provável quanto maior for a dimensão da empresa e menores forem o seu crescimento esperado, o nível do *insider ownership* e o peso de membros não executivos no seu conselho de administração.

Neste mesmo sentido, Lippert *et al.* (2000), apesar de seguirem uma linha de abordagem diferente, para além de obterem evidência empírica igualmente consistente com o facto de que a pertinência dos planos de compensação dos administradores — que fazem depender a sua recompensa pelo serviço prestado de indicadores do seu desempenho — se torna mais evidente quando os problemas de agência se colocam com especial importância e/ou quando outros mecanismos de controlo do seu comportamento não estão disponíveis, concluem que a existência de tais planos reduz a necessidade de distribuir dividendos enquanto meio utilizado para atenuar os custos de agência do capital próprio⁽²²⁷⁾. Esta conclusão foi obtida ao analisarem a reacção anormal da cotação das acções de uma amostra de 323 empresas norte-americanas, face ao anúncio da distribuição de dividendos, cruzando-a com a existência de planos de compensação dos administradores, onde se faz depender a recompensa destes da sua performance. Os autores constataram, dessa análise, que a reacção da cotação das acções é tanto mais ténue quanto maior é a sensibilidade da recompensa dos administradores face à sua performance, efeito que se torna particularmente evidente no caso das

⁽²²⁷⁾ Em trabalho anterior, Lippert e Moore (1995) obtiveram, igualmente, evidência empírica que os levou a concluir que a sensibilidade da recompensa dos administradores face à sua performance constitui um dispositivo substituto dos mecanismos internos e externos vulgarmente apontados como capazes de contribuir para amenizar os conflitos de interesses entre accionistas e administradores.

empresas com um baixo *market-to-book ratio*, ou seja, nas empresas com baixas oportunidades de crescimento⁽²²⁸⁾.

6.3. A política de dividendos e os conflitos de interesses entre accionistas e credores

Se, por um lado, a distribuição de dividendos pode ser utilizada para amenizar os conflitos de interesses entre administradores e accionistas, por outro, contribui, em teoria, para agravar os conflitos de interesses entre estes últimos e os credores⁽²²⁹⁾. A razão para que tal aconteça encontra o seu principal fundamento na desigualdade de direitos sobre os resultados das diferentes operações da empresa. Enquanto que os accionistas apenas participam no valor de liquidação da empresa depois de serem satisfeitas todas as suas obrigações perante os credores, estes últimos, genericamente, vêem a satisfação dos seus direitos, em caso de falência, condicionada pela disponibilidade de bens e direitos cujo valor supere, ou pelo menos iguale, o valor dos seus créditos. Esta assimetria de direitos sobre o valor da empresa, além de constituir a principal razão da relação de agência

⁽²²⁸⁾ A conclusão retirada pelos autores face aos resultados obtidos, como é por eles referido (p. 70), é facilmente perceptível se se recordar que, no quadro da teoria de agência, é esperada uma reacção positiva na cotação das acções face ao anúncio da distribuição de dividendos, por dois motivos fundamentais, já referidos ao longo deste capítulo: (i) a distribuição de dividendos reduz a probabilidade de os administradores utilizarem o *free cash-flow* disponível em proveito próprio e (ii) a distribuição de dividendos, ao limitar a capacidade de autofinanciamento da empresa, acresce a probabilidade de os administradores terem que recorrer aos mercados de capitais e, conseqüentemente, de terem de se sujeitar ao acompanhamento e à disciplina impostos por aqueles mercados. Porém, se os interesses dos accionistas e administradores se encontram melhor alinhados quando a sensibilidade da recompensa destes últimos é elevada, face à sua performance, menor é a necessidade de distribuir dividendos com o intuito de reduzir o *free cash-flow* disponível, bem como para sujeitar os administradores a mecanismos de controlo externo, sendo de esperar, assim, que a reacção da cotação das acções face ao anúncio do acréscimo dos dividendos seja menor no caso em que a sensibilidade da recompensa dos administradores, face à sua performance, é elevada.

⁽²²⁹⁾ Nesta secção assume-se que os interesses dos administradores e dos accionistas em geral se encontram perfeitamente alinhados.

existente entre accionistas e credores, torna a política de dividendos particularmente importante na gestão dos conflitos que da mesma resultam — e, conseqüentemente, na minimização dos seus custos —, em virtude das suas diferenças de posição face aos ganhos potenciais da empresa, resultantes das decisões financeiras que no seio da mesma são tomadas. Estas diferenças de posição, fundamentadas na assimetria de objectivos⁽²³⁰⁾, possuem implicações importantes na política de dividendos óptima da empresa, na perspectiva de cada uma das partes. Os accionistas, *ceteris paribus*, pretendem uma política de dividendos generosa, pois como refere Lease *et al.* (1999, p. 76) «dividends are a means to transfer a firm's asset from the *common pool* shared by *all* the security holders of the firm to the *exclusive ownership* of the shareholders». Em sentido contrário, os credores preferem a não distribuição de dividendos, nomeadamente quando o rácio de endividamento da empresa é elevado, pois esta implica um acréscimo no rácio de endividamento ou liquidação de activos ou, ainda, sub-investimento (recusa de projectos cujo VAL é positivo). Como argumentam, por exemplo, Smith e Warner (1979), nesta situação a distribuição de dividendos, ao reduzir a capacidade financeira da empresa para solver as suas dívidas, diminui o valor dos títulos da dívida por virtude do acréscimo do seu risco não antecipado pelos credores⁽²³¹⁾. Assim, como se referiu no capítulo 2, qualquer decisão que aumente o risco da empresa (de que é exemplo a decisão de distribuição de dividendos), contribui para melhorar a posição dos accionistas e deteriorar a dos credores.

⁽²³⁰⁾ Os credores pretendem, fundamentalmente, que as diferentes decisões financeiras que são tomadas acresçam a probabilidade do serviço da dívida vir a ser assegurado, o mesmo é dizer, desejam que o risco financeiro da empresa diminua e, assim, aumente a segurança dos seus créditos. Os accionistas desejam que aquelas decisões maximizem o valor da suas acções, admitindo mesmo um acréscimo do risco financeiro da empresa, e, ao mesmo tempo, que lhes possibilitem uma apropriação do máximo da riqueza gerada pela empresa antes da maturidade das dívidas.

⁽²³¹⁾ Este acréscimo do risco tem a sua origem em duas razões principais: aumento da probabilidade de insolvência e redução do valor dos activos da empresa que asseguram o reembolso parcial dos credores em caso de falência.

Esta possibilidade de transferência de riqueza dos credores para os accionistas é frequentemente apontada como a principal razão da necessidade sentida pelos primeiros de introduzirem nos contratos de empréstimos cláusulas que restrinjam a distribuição de dividendos. Neste sentido, Kalay (1982a) analisou um conjunto de cláusulas restritivas e de salvaguarda incluídas nos contratos de empréstimos obrigacionistas cujas obrigações se encontravam cotadas no mercado de capitais norte-americano, concentrando a sua atenção naquelas que limitam a distribuição de dividendos e que podem constituir um mecanismo eficiente na limitação de uma possível transferência directa de valor dos credores para os accionistas, ou seja, naquelas que limitam a distribuição de dividendos financiada pela emissão de dívida adicional ou pela redução do investimento em projectos cujo VAL é positivo. Da análise de uma amostra composta por 150 contratos, pertencentes a 135 empresas, recolhida ao longo do período compreendido entre 1956 e 1975, o autor constatou que 128 empresas colocaram nos seus contratos de empréstimo cláusulas que restringem a distribuição de dividendos. Estes valores levaram o autor a concluir que os contratos de empréstimo estão estruturados de modo a controlarem os conflitos de interesses potenciais entre accionistas e obrigacionistas. Paralelamente, constatou, também, que as cláusulas restritivas não se encontram activas, pois todas as empresas distribuíram um montante de dividendos inferior àquele que lhes era permitido. De acordo com os seus resultados, as empresas da amostra mantiveram uma folga (*slack*) em termos de dividendos que poderiam distribuir sem violar as cláusulas restritivas que, em média, representavam 11,7% dos dividendos permitidos. Esta folga, quando analisada na perspectiva do fenómeno da transferência de riqueza entre accionistas e obrigacionistas, pende a favor dos segundos, pois limita o risco das obrigações relativamente ao que estava implícito aquando da negociação do contrato e a sua existência gera perplexidade. Por outro lado, é claramente indicativa de que as empresas preferem manter uma certa margem de flexibilidade ao não distribuírem os dividendos máximos a que estão autorizadas, com vista a evitarem cortes em períodos

de maior adversidade económica, em virtude do efeito de sinalização que tais decisões transmitem ao mercado, como se verá no capítulo seguinte.

A constatação de que as cláusulas restritivas à distribuição de dividendos incluídas nos contratos, na maioria dos casos, são estipuladas tendo como referência os resultados contabilísticos, levou Healey e Palepu (1990) a analisarem a verdadeira efectividade dessas cláusulas. No seu estudo empírico, tendo por base uma amostra de 126 empresas e o período compreendido entre 1981 e 1985, os autores analisaram as respostas das empresas em termos de alteração da sua política de dividendos e manipulação das suas contas (alterações dos métodos contabilísticos, como por exemplo, alteração dos critérios de valorimetria de existências e dos métodos de contabilização de amortizações e provisões), face ao acréscimo das cláusulas incluídas nos contratos restritivas da distribuição de dividendos. Os resultados obtidos revelaram que as empresas restringem a distribuição de dividendos face à severidade das cláusulas, mas não documentam alterações significativas nos métodos e critérios utilizados à medida que as restrições aumentam⁽²³²⁾. Segundo os autores, os custos associados à manipulação das suas contas, como os relacionados com a perda da sua reputação, e o conseqüente aumento do custo dos financiamentos futuros, pendem a favor das boas condutas e contra a manipulação dos dividendos.

Esta leitura dos resultados obtidos por Healey e Palepu (1990), além de se encontrar na linha das previsões do modelo de John *et al.* (1985), foi igualmente replicada por Long *et al.* (1994). Estes autores, com o intuito de estudarem o problema do sub-investimento, motivado pela distribuição de resultados, enquanto meio utilizado pelos accionistas para expropriarem a riqueza dos credores, analisaram o comportamento dos dividendos de duas amostras de empresas industriais que realizaram emissões de dívida

⁽²³²⁾ A grande maioria dos resultados obtidos por Healey e Palepu (1990) foram mais tarde confirmados num estudo similar, levado a cabo por Hall (1994).

a longo prazo, entre 1964 e 1977 (uma amostra é constituída por aquelas que emitiram dívida convertível e outra pelas que emitiram dívida directa), num período posterior a essa emissão. Os resultados obtidos, apesar de revelarem um acréscimo dos dividendos em ambas as amostras, evidenciaram também que o mesmo não é indicativo de que as empresas manipulam a sua política de dividendos com vista à expropriação da riqueza dos credores em proveito dos seus accionistas, pois coincidem em magnitude e no tempo com os registados nas restantes empresas cotadas na NYSE. Paralelamente, analisaram se o comportamento dos dividendos observado após a emissão de dívida se deve às cláusulas restritivas incluídas nos contratos. Concluíram que o acréscimo dos resultados, nos períodos subsequentes à emissão de dívida, é mais do que suficiente para garantir o crescimento registado nos dividendos. Em face deste conjunto de resultados, os autores sugerem que a relutância das empresas ao aumento dos dividendos não se deve à existência de cláusulas restritivas, mas antes ao desejo de preservarem ou incrementarem a sua reputação.

A verificação da hipótese de que as alterações não esperadas na política de dividendos da empresa, no sentido de um acréscimo dos resultados distribuídos, conduzem à transferência de riqueza dos credores em proveito dos accionistas, requer que tais alterações conduzam à redução do valor dos títulos da dívida, nomeadamente quando a empresa já possui um endividamento notório. Porém, como é reconhecido por grande parte da investigação existente, o teste empírico a esta hipótese torna-se difícil de levar a cabo dada a dificuldade em isolar os efeitos das alterações de tal política na cotação dos títulos da empresa. Se, por um lado, os acréscimos dos dividendos não esperados podem conduzir à transferência de riqueza, por outro, transmitem informação acerca do valor da empresa e das suas perspectivas de crescimento, como se verá no próximo capítulo. Assim, é difícil distinguir qual o efeito que prevalece: enquanto que em alguma da investigação empírica existente parece prevalecer o primeiro

efeito, noutra têm sido obtidos resultados que apontam para o domínio do segundo efeito.

Nesta linha, Handjinicolaou e Kalay (1984) analisaram a reacção da cotação das obrigações não convertíveis face ao anúncio de uma alteração dos dividendos da sociedade emitente. Tendo por base uma amostra de 255 alterações de dividendos, ocorridas ao longo do período compreendido entre 1975 e 1976, obtiveram uma pequena reacção positiva face ao anúncio do acréscimo dos dividendos e uma reacção negativa como resposta ao corte nos dividendos. Segundo a interpretação dos autores, estes resultados são mais consistentes com o efeito informacional das alterações dos dividendos do que com a hipótese de os dividendos constituírem um meio utilizado pelos accionistas para expropriarem riqueza aos credores.

Dhillon e Johnson (1994) procederam a uma análise semelhante, alargando o período analisado e restringindo a sua amostra às alterações significativas dos dividendos. Ao longo do período 1978-1987 retiveram apenas as alterações mais pronunciadas dos dividendos: acréscimos e diminuições de elevada monta, iniciações e omissões. Os resultados obtidos revelaram que: (i) na sequência de um anúncio do acréscimo dos dividendos, em pelo menos 30% dos casos, a cotação das acções subiu, em média, 1,82%, enquanto que a cotação das obrigações desceu, em média, 0,5%; (ii) na sequência da iniciação de uma política de distribuição de dividendos, a cotação das acções subiu, em média, 0,72%, enquanto que a cotação das obrigações desceu, em média, 0,72%. Face a uma alteração significativa da política de dividendos, a reacção da cotação das obrigações, ao revelar-se contrária à das acções, corrobora a hipótese de que os dividendos veiculam uma transferência de riqueza dos credores para os accionistas, ao contrário do que concluíram Handjinicolaou e Kalay (1984)⁽²³³⁾.

⁽²³³⁾ Segundo Dhillon e Johnson (1994) os seus resultados diferem dos obtidos por Handjinicolaou e Kalay (1984), possivelmente pelas seguintes razões: (i) apoiam-se num período mais alargado; (ii) a amostra de Handjinicolaou e Kalay encontra-se contaminada por anúncios simultâneos; (iii) baseiam-se numa metodologia distinta e, (iv) ainda, apoiam-se, apenas, nas grandes variações dos dividendos.

Brickley (1983), com vista a isolar o efeito de transferência de riqueza do efeito informacional da alteração da política de dividendos, analisou o impacto dos dividendos especiais (ou extraordinários) na cotação dos títulos da empresa. Segundo o autor, estes dividendos, quando comparados com os dividendos regulares, transmitem uma menor informação ao mercado, dado que são vistos como temporários. Assim, o estudo do impacto deste tipo de dividendos na reacção dos investidores, ao permitir minimizar os potenciais efeitos de sinalização da alteração dos dividendos, possibilita um teste mais próximo às previsões avançadas pela teoria de agência. Recorrendo a uma amostra de 165 anúncios de dividendos especiais, ocorridos ao longo de uma década (1969-1979) no mercado norte-americano, o autor concluiu que a reacção dos investidores face a este tipo de anúncios é muito mais fraca do que aquela que se verifica face a uma alteração similar nos dividendos regulares. Adicionalmente, constatou que as alterações nos resultados das empresas subsequentes ao anúncio de uma alteração dos dividendos regulares são mais significativas do que aquelas que se registaram nos períodos que se seguiram ao anúncio dos dividendos especiais. Este resultado é consistente com o facto de os dividendos especiais permitirem expurgar da análise os efeitos de sinalização dos dividendos.

Jayaraman e Shastri (1988) procederam a uma análise semelhante à de Brickley (1983), alargando, no entanto, o período da análise (1962-1982) e aumentando a dimensão da amostra (2.023 anúncios de dividendos especiais). Da análise dos resultados obtidos, detectaram uma reacção positiva, estatisticamente significativa, na cotação das acções face ao anúncio de distribuição de dividendos especiais e não registaram qualquer reacção, estatisticamente significativa, na cotação das obrigações. Em face destes resultados os autores concluíram que os dividendos especiais funcionam como um sinal das perspectivas futuras da empresa e fornecem pouca evidência relativa ao fenómeno da transferência de riqueza dos obrigacionistas em proveito dos accionistas.

Como sublinham Lease *et al.* (1999, p. 86), apesar de a investigação empírica não ser totalmente consensual, dos trabalhos que se têm concentrado no estudo da reacção dos investidores face ao anúncio de dividendos resulta no geral que, quer os accionistas, quer os credores, reconhecem que os dividendos constituem um meio para transferir activos, sobre os quais existem direitos comuns, para a propriedade exclusiva dos accionistas.

6.4. Conclusão

A teoria de agência, ao reconhecer que as empresas modernas são estruturas cada vez mais complexas, onde coabitam diferentes partes (administradores, trabalhadores e investidores em geral), cujos interesses não raras vezes são divergentes, fornece uma explicação para a distribuição de dividendos. Apesar de ser difícil enumerar os potenciais conflitos de interesses que podem resultar das decisões da empresa, a teoria de agência tem procurado explicar as decisões relativas à estrutura do capital (como vimos no capítulo 2) e à distribuição de dividendos, concentrando-se, essencialmente, nos conflitos de interesses que tais decisões podem provocar nas relações de agência mais importantes que se estabelecem no seio da empresa: relações entre administradores e accionistas, por um lado, e entre credores e accionistas, por outro.

A distribuição de dividendos, à luz da teoria de agência, constitui um mecanismo que, por si só ou em simultâneo com outros, pode ser utilizado para amenizar os conflitos que eventualmente podem resultar das relações de agência entre accionistas e administradores. Neste sentido, a literatura tem avançado com argumentos de diferentes tipos para justificar uma política de dividendos generosa, especialmente quando a probabilidade de ocorrência de tais conflitos é elevada. Num dos estudos pioneiros, Rozeff (1982), ao mesmo tempo que defendeu que à distribuição de dividendos

pode ser atribuído um papel similar ao de outros mecanismos de controlo dos custos de agência (ex. sistemas de informação e controlo implementados, auditorias e cláusulas restritivas incluídas nos contratos), sustentou que o *dividend payout ratio* óptimo é determinado pelo *tradeoff* entre os custos de agência do capital próprio e os custos de transacção que a distribuição de dividendos origina. Argumentos desenvolvidos posteriormente atribuem, igualmente, um papel crucial aos dividendos na redução dos custos resultantes dos conflitos de interesses entre accionistas e administradores, pois ao mesmo tempo que sujeitam estes últimos à disciplina imposta pelos mercados de capitais, acrescem o risco financeiro da empresa de acordo com o interesse dos primeiros — contrariando a aversão ao risco por parte dos administradores — e contribuem para reduzir o *free cash-flow* disponível, cuja utilização por parte dos administradores poderá ser duvidosa à luz dos interesses dos accionistas.

No campo da investigação empírica, a grande maioria dos estudos, ao mesmo tempo que tem sublinhado a relevância e a importância dos custos de agência do capital próprio e de transacção na decisão da empresa em distribuir dividendos, tem revelado algumas características da empresa que influenciam a magnitude daqueles custos (ex. dispersão do capital, estrutura de propriedade e de governo, dimensão, risco, oportunidades de crescimento, etc.). Paralelamente, tem ainda revelado a complementaridade e/ou substituíbilidade da distribuição dos dividendos face a outros mecanismos internos ou externos (de que são exemplo os planos de recompensa dos administradores que associam a sua remuneração ao seu desempenho), que igualmente contribuem para amenizar os conflitos de interesses entre accionistas e administradores.

Se, por um lado, existe um amplo consenso no que se refere às potencialidades da distribuição de dividendos na redução dos conflitos de interesses entre accionistas e administradores, o mesmo não se pode dizer no que respeita aos estudos empíricos que se têm concentrado na análise

dos efeitos de tais decisões sobre os conflitos que resultam das relações de agência entre accionistas e credores, que assumem especial importância, nomeadamente, nas empresas de capital fechado. Aqui a investigação empírica tem sido menos conclusiva, pois não tem conseguido mostrar, de forma inequívoca, que a distribuição de dividendos contribui para que se processe uma transferência de riqueza dos credores para os accionistas.

Apesar de alguns autores considerarem a explicação para a distribuição de dividendos, fornecida pela teoria de agência, bastante consistente com a prática empírica observada — por exemplo, Megginson (1997, p. 362) considera-a como sendo popular no actual quadro do pensamento económico —, outros consideram que apenas fornece uma explicação parcial, pois a investigação empírica tem revelado dificuldades em testar se a resposta do mercado em termos de valorização das acções, normalmente observada, se deve ao efeito que tal política tem na minimização daqueles custos ou ao sinal que transmite ao mercado acerca das perspectivas futuras da empresa. Por exemplo, em estudo recente, Baker *et al.* (2002), ao inquirirem os gestores financeiros de 630 empresas cotadas na NYSE que distribuíram dividendos trimestralmente, de forma ininterrupta entre 1996 e 1997, concluíram, em face das 188 respostas obtidas, que os gestores atribuem uma grande importância à continuidade dos dividendos e concordam amplamente que as alterações nos dividendos afectam o valor da empresa. Os resultados obtidos — na linha dos revelados num estudo similar de Baker e Powell (1999) — evidenciaram, claramente, que os gestores financeiros atribuem uma grande importância ao efeito de sinalização que as decisões relativas à alteração da política de dividendos transmitem ao mercado, ao mostrarem-se extremamente cautelosos na gestão de tal sinal. Os gestores financeiros concordam, amplamente, que a política de dividendos óptima presente (ou seja, aquela que maximiza a cotação das acções) é aquela que não rompe com o compromisso assumido no passado e contempla as futuras necessidades de financiamento. Em sentido contrário, os resultados obtidos

oferecem um fraco suporte à hipótese dos efeitos fiscais e às explicações baseadas nos custos de agência.

No capítulo seguinte é dedicada especial atenção à investigação teórica e empírica que tem procurado explicar a política de dividendos das sociedades à luz dos efeitos de sinalização que tais decisões possuem, bem como do seu conteúdo informativo.

(Página deixada propositadamente em branco)

CAPÍTULO 7

A POLÍTICA DE DIVIDENDOS NA PERSPECTIVA DAS TEORIAS DE SINALIZAÇÃO

7.1. Introdução

Como se referiu em capítulos anteriores, em especial no capítulo 3, a consideração de um mercado de capitais perfeito e eficiente relativamente à informação disponível, mas em que os administradores (ou *insiders*), segundo se acredita, possuem acesso privilegiado à informação, relativamente à generalidade dos investidores, o que lhes permite um melhor conhecimento da situação presente da empresa e das suas perspectivas futuras, abriu caminho para que se equacione a validade da hipótese de a política de dividendos (a par com outras decisões tomadas pelos administradores, como as de investimento ou financiamento, apenas para nos referirmos àquelas que com maior frequência são citadas pela literatura) funcionar como um mecanismo fiável de transmissão de informação ao mercado.

Na sustentação desta hipótese, sugerida inicialmente por MM (1961), ao mesmo tempo que se considera um mercado em que os seus actores (administradores e investidores em geral) possuem acesso desigual à informação sobre a situação actual da empresa e das suas perspectivas futuras, admite-se que os documentos de natureza económico-financeira divulgados pelas empresas não são suficientes, por si só, para eliminar aquele desequilíbrio em termos de informação, pois reflectem, fundamentalmente, as performan-

ces passadas. Assim, como aos investidores interessam, principalmente, as perspectivas futuras da empresa, as decisões dos administradores são por eles seguidas com particular atenção, para daí retirarem pistas que lhes permitam uma melhor avaliação dos títulos da empresa. Neste contexto, e no caso particular das decisões relativas à política de dividendos da empresa — que são aquelas que agora nos merecem particular atenção —, o efeito de sinalização associado a tais decisões é frequentemente considerado na literatura como determinante dessas mesmas decisões, pois encontra-se associado aos demais efeitos directos que essas mesmas decisões podem potencialmente possuir.

Neste capítulo explora-se a hipótese do efeito de sinalização e do conteúdo informativo da política de dividendos da empresa. Em particular, dá-se especial atenção aos principais modelos que têm dado fundamento teórico àquela hipótese, bem como aos trabalhos que têm procurado testar, em diferentes contextos, as previsões de tais modelos relativas ao potencial uso das alterações na política de dividendos, para assim os administradores transmitirem ao mercado as suas perspectivas quanto ao valor futuro da empresa.

7.2. A política de dividendos enquanto meio de sinalização ou de transmissão de informação: argumentação teórica

Embora a hipótese do conteúdo informativo da política de dividendos da empresa possa ser encontrada em estudos anteriores ao de MM (1961)⁽²³⁴⁾,

⁽²³⁴⁾ Por exemplo, Lintner (1956) ao testar a equação que propõe para descrever a evolução dos dividendos, formulada com base nas opiniões recolhidas junto de administradores de empresas americanas, durante o período 1918-1941, obtém evidência empírica consistente com a hipótese do efeito sinalizador da política de dividendos, ao constatar que a maioria das empresas estudadas tende a manter constante o seu *dividend payout ratio* e apenas manifesta intenção de o aumentar quando os seus administradores estão relativamente certos de que o podem manter no futuro.

ela começa a ganhar importância com este trabalho, onde os autores argumentam que a reacção da cotação das acções da empresa face ao anúncio de alterações significativas dos dividendos não revela a preferência dos investidores por dividendos, relativamente aos ganhos de capital, mas sim que os mesmos valorizam a capacidade de a empresa gerar resultados no futuro capazes de sustentarem aquela alteração. Porém, esta hipótese apenas vem a ganhar fundamento teórico nos finais da década de setenta e durante a década de oitenta com os designados modelos de sinalização por dividendos. Nesta secção procuramos apresentar os traços fundamentais desses modelos, dando particular destaque àqueles que são considerados pela literatura como as principais referências.

Como se realçou no capítulo 3, a fiabilidade do sinal emitido através das decisões dos administradores assenta no pressuposto de que ele não possa ser imitado pelas empresas que nada têm a sinalizar, ou seja, por aquelas que apenas têm como propósito ludibriar os investidores. Nesta linha, os modelos de sinalização, em geral, e os baseados nas alterações da política de dividendos, em particular, apresentam um denominador comum: todos eles assentam na ideia de que os administradores das empresas com boas perspectivas futuras não podem transmitir essa informação aos investidores sem incorrerem nos custos directos ou indirectos associados aos meios de sinalização de que se podem socorrer.

Apesar de ser frequentemente atribuído a Ross (1977) o mérito de ser um dos primeiros investigadores a apresentar um modelo de sinalização assente nas decisões de estrutura do capital (vide capítulo 3), e por extensão nas decisões de dividendos, Bhattacharya (1979) foi um dos autores que primeiro utilizou a teoria do sinal para dar corpo teórico à ideia do conteúdo informativo dos dividendos, ao propor um modelo onde as alterações não antecipadas nos dividendos distribuídos ou, mais precisamente, o seu anúncio, sinalizam aos investidores a qualidade dos projectos que a empresa possui em carteira, o que permite a estes determinar o valor de equilíbrio da empresa.

No seu modelo é considerado que os administradores possuem um conhecimento preciso, aquando do anúncio do acréscimo dos dividendos, da qualidade do projecto, avaliada pela sua rendibilidade esperada, enquanto que os investidores externos possuem uma informação imperfeita. Admitiu, ainda, que os dividendos são tributados a uma taxa de imposto (t_d) e que os ganhos de capital (mais-valias), para simplificar, não são tributados⁽²³⁵⁾. Sempre que o *cash-flow* gerado pelo projecto (X) é superior ao acréscimo dos dividendos anunciado (D), a empresa poderá reinvestir a importância X-D e os seus accionistas receberão, líquido de impostos, $(1-t_d)D$. No caso do *cash-flow* ser inferior ao acréscimo dos dividendos anunciado, a empresa deverá procurar uma fonte de financiamento de montante D-X, para garantir o pagamento do acréscimo dos dividendos. Esse financiamento é obtido através do endividamento da empresa a uma taxa β , superior à taxa de juro sem risco, depois de impostos (r), que vigora no mercado. Esta superioridade da taxa, os custos de transacção suportados para obter financiamento externo, bem como o imposto sobre os dividendos suportado pelos accionistas, constituem os principais custos de sinalização (designados por *dissipative costs*) que, segundo o autor, restringem as empresas de emitirem falsos sinais (anúncio de dividendos que apontam para um *cash-flow* superior ao efectivamente gerado)⁽²³⁶⁾. Considerando o efeito positivo da alteração dos dividendos (acrécimo) no valor da empresa com estes custos de sinalização, e admitindo que os administradores se comportam no sentido de maximizarem a riqueza dos seus accionistas, o desenvolvimento do modelo leva o autor a demonstrar que, em equilíbrio, os investidores, conhecendo a

⁽²³⁵⁾ O autor considera que t_d é constante para todo o investidor ou, o mesmo é dizer, que a tributação sobre o rendimento dos investidores é proporcional em lugar de progressiva. Defende, ainda, que as suas conclusões se mantêm admitindo a tributação das mais-valias, bastando que a taxa que tributa esta categoria de rendimento seja inferior à que recai sobre os rendimentos recebidos a título de dividendos.

⁽²³⁶⁾ Segundo Bhattacharya (1979) a canalização dos resultados da empresa para o património dos seus accionistas pela via da recompra de acções próprias não possui a credibilidade dos dividendos em virtude dos menores custos que lhe estão associados.

alteração dos dividendos anunciada, D , são capazes de estimar o *cash-flow* antecipado pelos administradores, detentores de uma maior informação, e assim determinar o valor de equilíbrio da empresa. Em estudo posterior, o mesmo autor (Bhattacharya, 1980) obtém conclusões semelhantes ao desenvolver um modelo de sinalização por dividendos, em que não foram considerados os *dissipative costs* (ex. penalização fiscal). Neste modelo apenas é considerado um custo indirecto e potencial de sinalização, o qual reside na perda de valor a que a empresa se sujeita, fruto do ajustamento efectuado pelos investidores na avaliação que fazem dos títulos, sempre que observam um desvio entre o resultado sinalizado através do anúncio dos dividendos e o observado *ex post*.

Kalay (1980), numa simples transposição do modelo de Ross (1977) (vide capítulo 3), propôs um modelo de sinalização assente nos dividendos, considerando, agora, que os administradores sofrem uma sanção de montante C na sua compensação se tentarem ludibriar os investidores emitindo falsos sinais, no que se refere à qualidade das suas empresas, através da manipulação da política de dividendos. À semelhança do que acontece no modelo de Ross, o autor demonstra que, em equilíbrio, as empresas do tipo B (empresas de pior qualidade) distribuem um dividendo inferior ao nível crítico (nível utilizado pelos investidores para diferenciarem os dois tipos de empresas) e as do tipo A (empresas de melhor qualidade) um montante superior. Os administradores das empresas do tipo B não imitam os das empresas do tipo A, anunciando no momento 0 um dividendo superior ao que o resultado gerado no momento 1 poderá suportar, porque se o fizessem, com o intuito de ludibriarem os investidores, a sanção a que iriam estar sujeitos seria superior ao ganho que, potencialmente, iriam obter com a emissão de um falso sinal. Assim, a generalização do modelo para um número contínuo de tipos de empresas (abandonando a hipótese da existência de apenas dois tipos de empresas, à luz da qual o modelo é inicialmente desenvolvido), leva Kalay (1980) a concluir que as alterações

na política de dividendos permitem aos administradores transmitir aos investidores os suplementos de informação que possuem, relativamente às perspectivas futuras das suas empresas.

Na linha de Kalay (1980), Bar-Yosef e Huffman (1988) desenvolveram um modelo em que se recorre, igualmente, ao esquema de recompensas-penalizações, enquanto mecanismo capaz de afastar os administradores de manipularem a política de dividendos das suas empresas para assim transmitirem aos investidores falsos sinais. O desenvolvimento do modelo leva os autores a concluir que, no geral, o montante do dividendo anunciado é uma função crescente com o *cash-flow* esperado. Contudo, advertem que a sua análise também evidencia que, para níveis elevados de *cash-flows* esperados, o efeito marginal destes nos dividendos é pequeno. Paralelamente, os autores, ao incluírem na análise o efeito das taxas de juro e do risco operacional da empresa na sua política de dividendos, concluíram que o efeito das taxas de juro no *dividend payout ratio* é indeterminado — pois depende de vários factores, como por exemplo do valor corrente da empresa — e que o *dividend payout ratio* óptimo é uma função decrescente com o risco de exploração. Esta última conclusão tinha sido, também, previamente obtida por Eades (1982) ao retomar o modelo de Bhattacharya (1979), substituindo a hipótese de distribuição uniforme dos *cash-flows* esperados, assumida por aquele autor, pela hipótese de uma distribuição normal⁽²³⁷⁾.

Continuando na linha dos modelos anteriores, John e Williams (1985) propuseram um modelo em que se considera que os administradores sinalizam aos investidores a informação privilegiada que possuem, relativamente ao valor da empresa, através da política de dividendos e da emissão de novas acções.

⁽²³⁷⁾ Como é reconhecido por Eades (1982), e realçado por Brickley (1982) no seu comentário ao trabalho daquele autor, não estamos perante um novo modelo de sinalização, mas sim perante uma extensão do modelo de Bhattacharya (1979). Ainda assim, avança novas hipóteses relativas à força do efeito de sinalização das alterações ocorridas na política de dividendos da empresa.

No modelo proposto não são admitidos custos de emissão e de transacção e as mais-valias de acções não são tributadas em sede de imposto sobre o rendimento dos investidores, ao contrário do que acontece com os dividendos. Dado que se admite que as necessidades de financiamento externo são supridas através da emissão de novas acções, os administradores, que é suposto actuarem de acordo com os interesses dos accionistas existentes, desejam minimizar a diluição do valor das acções existentes resultante de novas emissões. Neste domínio a política de dividendos possui um papel importante, ao constituir um veículo de sinalização credível aos olhos dos investidores, em virtude da penalização fiscal a que os dividendos estão sujeitos. Como a diluição do valor das acções, face a novas emissões, é particularmente prejudicial para os accionistas das empresas relativamente às quais existem maiores assimetrias de informação, é possível obter uma situação de equilíbrio de mercado em que os investidores interpretam a distribuição de dividendos, penalizados fiscalmente, como um sinal da capacidade da empresa em gerar *cash-flows* no futuro. Neste sentido, os administradores têm todo o interesse em aumentar os dividendos até ao ponto em que o ganho marginal retirado da melhor avaliação das acções da empresa pelo mercado seja igual ao custo marginal resultante da distribuição de dividendos. Assim, na situação de equilíbrio, as empresas com perspectivas de evolução futura mais favoráveis distribuem um dividendo superior ao que é permitido às empresas com perspectivas menos favoráveis. O nível óptimo de dividendos de cada empresa é uma função crescente com os resultados esperados no futuro e decrescente com a taxa de imposto que tributa os dividendos e com a sua capacidade de autofinanciamento disponível no momento⁽²³⁸⁾.

⁽²³⁸⁾ É de realçar que no modelo de John e Williams (1985) o investimento é exógeno e o efeito sinalizador dos dividendos pressupõe que as necessidades de liquidez dos accionistas e a procura de fundos pela empresa para investir ultrapassam a sua capacidade de autofinanciamento disponível no momento.

O modelo de John e Williams (1985), tal como foi formulado, não contempla o facto de a empresa poder recorrer ao endividamento, em substituição da emissão de novas acções, para suprir as suas necessidades de financiamento externo. Esta lacuna vem a ser colmatada por Miller e Rock (1985) ao proporem um modelo de sinalização que, ao assentar no dividendo líquido (diferença entre o montante do dividendo e o financiamento externo obtido), combina os efeitos do anúncio da alteração da política de dividendos da empresa com o da emissão de fontes de financiamento externo (novas acções e dívida). No seu modelo, ao mesmo tempo que se abandona a hipótese de que os investidores externos e os administradores possuem a mesma informação, relativamente aos resultados correntes da empresa e às suas oportunidades futuras — assumida por MM (1961) —, considera-se que os administradores possuem um maior conhecimento do verdadeiro estado dos resultados correntes da empresa e que, à semelhança dos modelos anteriores, podem utilizar as políticas de dividendos e de investimento para sinalizarem ao mercado os suplementos de informação que possuem. A esta hipótese juntaram, ainda, as seguintes: (i) as empresas dispõem de oportunidades de investimento idênticas; (ii) podem financiar-se a uma taxa de juro sem risco e (iii) a taxa de imposto que tributa o rendimento recebido a título de dividendos é idêntica à que incide sobre as mais-valias, para todos os indivíduos⁽²³⁹⁾, para demonstrarem que a existência de um equilíbrio de sinalização supõe que alguns projectos com VAL positivo possam ser rejeitados, ao contrário do que acontece numa situação em que não existem assimetrias de informação. As perdas de valor da empresa que resultam deste sub-investimento são consideradas pelos autores como custos de sinalização.

⁽²³⁹⁾ À luz desta última hipótese, a distribuição de dividendos e a aquisição de acções próprias são substitutos perfeitos, quando avaliadas face ao custo fiscal que impõem aos investidores. No entanto, como adverte Bernheim (1991), as duas formas de canalizar o resultado gerado pela empresa para o património dos seus accionistas não são, para estes, equivalentes quando avaliadas em termos da liquidez que lhes proporcionam.

O seu modelo comporta dois períodos. No momento 0 a empresa investe I_0 no seu processo de produção, obtendo um *output* no final do período dado por $F(I_0)$, acrescido de um termo de erro aleatório ε_1 , sendo a soma destas duas parcelas o resultado esperado pela empresa no momento 1, X_1 , tendo-se:

$$X_1 = F(I_0) + \varepsilon_1 \quad (7.1)$$

e, do mesmo modo,

$$X_2 = F(I_1) + \varepsilon_2 \quad (7.2)$$

com $E(\varepsilon_1) = E(\varepsilon_2) = 0$, $E(\varepsilon_2/\varepsilon_1) = \gamma\varepsilon_1$, $F(0) = 0$, $F' > 0$ e $F'' < 0$, onde, γ representa um coeficiente de persistência⁽²⁴⁰⁾ igual a zero, se o elemento aleatório do primeiro período (ε_1) for transitório, e igual à unidade, se esse elemento for permanente, podendo, no entanto, assumir outros valores diferentes dos referidos.

No momento 1 os resultados obtidos no período, X_1 , acrescidos do montante de financiamento externo obtido, B_1 , são distribuídos sob a forma de dividendos, D_1 , ou investidos, I_1 , tendo-se:

$$X_1 + B_1 = D_1 + I_1 \quad (7.3)$$

Depois dos resultados e das políticas de dividendos, de investimento e de financiamento serem anunciados ao mercado, no momento 1 o valor da empresa é igual ao resultado esperado no período seguinte, X_2 , actualizado à taxa de rendibilidade exigida pelos accionistas existentes, i , acrescido do dividendo, D_1 , e diminuído dos financiamentos externos, B_1 :

$$V_1 = \frac{E(X_2)}{1+i} + D_1 - B_1 \quad (7.4)$$

⁽²⁴⁰⁾ Coeficiente que visa traduzir o ajustamento parcial do mercado face à nova informação veiculada pelos dividendos.

Assim, num mercado de capitais perfeito (com igual distribuição da informação disponível), os dirigentes da empresa actuam no interesse dos accionistas existentes se escolherem D_1 , I_1 e B_1 que maximize V_1 , atendendo à igualdade entre as origens e as aplicações a que estão sujeitos. Tendo em conta (7.2), (7.3) e que $E(\varepsilon_2/\varepsilon_1) = \gamma\varepsilon_1$, a expressão (7.4) pode ser reescrita do seguinte modo:

$$V_1 = X_1 - I_1 + \frac{F(I_1) + \gamma\varepsilon_1}{1+i} \quad (7.5)$$

Uma implicação imediata que resulta da análise desta expressão é a de que, considerando a decisão de investimento tomada, o valor da empresa é independente da sua política de dividendos, tal como demonstraram MM (1961)⁽²⁴¹⁾. Assim, considerando as proposições de MM relativas às decisões de dividendos e de financiamento, o problema da maximização do valor de mercado da empresa, propriedade dos accionistas existentes, reduz-se à escolha do nível de investimento óptimo — isto é, ao que implica a aceitação de todos os projectos cujo VAL é positivo, quando avaliados com base na taxa de rendibilidade por aqueles exigida.

Como se realçou, a expressão (7.4) representa o valor de mercado da empresa no momento t , isto é, imediatamente após o resultado e as decisões de investimento, financiamento e dividendos serem dados a conhecer ao mercado. Na medida em que os valores anunciados diferem das antecipações efectuadas pelo mercado num clima de desigual distribuição da informação disponível, Miller e Rock (1985) mostraram que o anúncio da alteração da política de dividendos da empresa possui efeitos na cotação dos títulos e, por consequência, no valor da empresa. Para o efeito, compararam o seu valor antes e após o anúncio.

⁽²⁴¹⁾ Importa sublinhar que o ganho aparente obtido pelos accionistas, resultante de uma política de dividendos generosa, sugerido pela expressão (7.4), é exactamente compensado, dados X_1 e I_1 , pela emissão de novas acções ou endividamento.

Considerando que o objectivo dos administradores é maximizar (7.5), sujeitos à restrição (7.3) — o mesmo é dizer, levar a cabo um nível de investimento que maximize o valor das acções na posse dos accionistas existentes, I_1^* —, objectivo que é do conhecimento do mercado, e que os investidores conhecem a função produção $F(\cdot)$ e o investimento inicial (I_0), o valor esperado da empresa pré-anúncio é obtido a partir de (7.5), tendo em conta (7.1), da seguinte forma:

$$\begin{aligned} E_0(V_1) &= E_0(X_1) - E_0(I_1) + \frac{E_0(F(I_1))}{1+i} \\ &= F(I_0) - I_1^* + \frac{F(I_1^*)}{1+i} \end{aligned} \quad (7.6)$$

onde, a notação E_0 indica que a antecipação é efectuada antes do anúncio dos dividendos.

Tendo em conta que o valor da empresa após o anúncio é dado por (7.5), o «efeito do anúncio dos dividendos ou resultados» é obtido subtraindo (7.6) a (7.5)⁽²⁴²⁾:

$$V_1 - E_0(V_1) = \varepsilon_1 \left(1 + \frac{\gamma}{1+i} \right) \quad (7.7)$$

Como num contexto em que a política de investimento é dada, tendo em conta (7.1) e (7.3), $\varepsilon_1 = X_1 - E_0(X_1) = (D_1 - B_1) - E_0(D_1 - B_1)$, tem-se, ainda:

$$\begin{aligned} V_1 - E_0(V_1) &= (X_1 - E_0(X_1)) \left(1 + \frac{\gamma}{1+i} \right) \\ &= (D_1 - B_1) - E_0(D_1 - B_1) \left(1 + \frac{\gamma}{1+i} \right) \end{aligned} \quad (7.8)$$

⁽²⁴²⁾ Note-se que $X_1 = F(I_0) + \varepsilon_1$.

Nesta expressão evidencia-se o efeito no valor da empresa devido ao anúncio dos dividendos líquidos⁽²⁴³⁾ (com ou sem anúncio simultâneo dos resultados)⁽²⁴⁴⁾, efeito que é uma função da surpresa obtida nos resultados ou dividendos líquidos e do coeficiente γ . Paralelamente, a expressão, ao considerar explicitamente o dividendo líquido, evidencia ainda que o sinal da alteração ocorrida no valor da empresa é o mesmo do da alteração não antecipada dos resultados ou dividendos líquidos, mas oposto ao da alteração registada no financiamento externo⁽²⁴⁵⁾. Estes resultados, quando considerados com o custo de sinalização admitido no modelo (recorde-se, custo de oportunidade da rejeição de projectos com VAL positivo), levam os autores a admitir uma situação de equilíbrio de mercado potencial, onde as empresas com maior capacidade para gerar resultados no futuro distribuem mais dividendos no presente. Estas empresas não são imitadas pelas de menor qualidade porque, se o fizessem, tentando emitir falsos sinais, suportariam um maior custo de sinalização ao terem que renunciar a uma maior quantidade de projectos criadores de valor. Porém, Miller e Rock (1985) advertem que este equilíbrio de sinalização não é garantido *a priori*, pois nada impede que os administradores fixem uma política de

⁽²⁴³⁾ O dividendo líquido do período t é designado por $D_t - B_t$.

⁽²⁴⁴⁾ Note-se que, dada a igualdade entre as origens e as aplicações de fundos, o anúncio dos dividendos líquidos permite ao mercado conhecer com um grau de certeza os resultados do exercício, num contexto em que o investimento é fixo e, por consequência, rever as suas antecipações relativas aos resultados futuros. Assim, o anúncio dos resultados, subsequente ao anúncio dos dividendos, torna-se redundante à luz do modelo de Miller e Rock.

⁽²⁴⁵⁾ Não se distingue se o financiamento externo é obtido através da emissão de acções, obrigações ou outra categoria de títulos híbrida.

Reconhecendo que as decisões de endividamento e a de manter uma política de dividendos estável comprometem a empresa a efectuar pagamentos futuros — o mesmo é dizer, possuem efeitos de igual sentido no *cash-outflow* da empresa —, Ravid e Sarig (1991) desenvolveram um modelo em que se demonstra a equivalência, em termos do sinal que transmitem aos investidores, de ambas as decisões. Do desenvolvimento do modelo os autores concluíram que os administradores, depois de determinarem o nível agregado óptimo do *cash-outflow* destinado a sinalizar ao mercado as suas expectativas relativas à evolução futura da empresa, numa segunda fase desagregam-no, definindo, assim, uma combinação óptima entre o montante de endividamento e de dividendos. Concluem que, em equilíbrio, as empresas de maior qualidade possuem um nível de endividamento superior e distribuem mais dividendos em dinheiro, quando comparadas com as empresas cujas expectativas, relativas à sua evolução futura, são menos favoráveis.

investimento muito abaixo daquela que é ótima, para assim poderem distribuir mais dividendos *ceteris paribus*. Este comportamento levará a que as acções, momentaneamente, se sobrevalorizem, o que favorecerá os accionistas que as desejem vender no momento imediatamente após o anúncio dos dividendos e antes do conhecimento dos resultados.

Quando incluída na análise a possibilidade de transacção de títulos por parte dos administradores da empresa, os autores demonstram que tende a existir uma situação de equilíbrio de sinalização onde a actuação daqueles deverá seguir a seguinte regra, se o seu objectivo for maximizar a riqueza dos seus accionistas: quanto maior for o resultado esperado, maiores deverão ser os dividendos. Uma actuação contrária a esta, tentando enganar o mercado, penaliza o conjunto dos accionistas e não proporciona uma situação de equilíbrio de sinalização. No entanto, concluem que, quando é considerada a possibilidade de transacção dos títulos da empresa por parte dos seus administradores, o montante de investimento ótimo, que conduz ao equilíbrio, é inferior ao observado na situação em que aquele tipo de transacções não é admitido.

Partindo da constatação de Miller e Rock (1985), segundo a qual as empresas na situação de equilíbrio podem rejeitar projectos cujo VAL é positivo, Ambarish *et al.* (1987) ao mesmo tempo que generalizam o trabalho anterior de John e Williams (1985), ao endogenizarem o investimento, propõem um modelo onde se consideram, também, diferentes mecanismos de sinalização a que os administradores podem recorrer para veicularem ao mercado os suplementos de informação que possuem⁽²⁴⁶⁾. Sendo suposto que os administradores actuam no sentido de maximizarem a riqueza dos accionistas existentes, devem escolher, entre os mecanismos de sinalização que têm disponíveis, aqueles (ou uma sua combinação) que lhes permitam comunicar ao mercado os suplementos de informação que possuem, face ao

⁽²⁴⁶⁾ Entre os veículos de sinalização considerados pelos autores, alternativos/complementares dos dividendos, destaque-se a recompra de acções próprias, a emissão de novas acções, o endividamento e o investimento.

verdadeiro valor da empresa (valor actual dos seus activos e oportunidades de crescimento), ao menor custo efectivo.

De acordo com as conclusões do modelo proposto, em equilíbrio, quando o investimento é considerado fixo, o anúncio da alteração dos dividendos possui um efeito positivo no valor de mercado das acções da empresa. Porém, quando são fixados os dividendos, o efeito do anúncio de novos investimentos ou, de forma equivalente, da emissão de novas acções, depende da principal origem das assimetrias de informação: é negativo no caso das empresas em que as principais assimetrias de informação dizem respeito ao valor actual dos seus activos e positivo no caso das empresas em que as assimetrias de informação se referem, fundamentalmente, às suas oportunidades de investimento. Em face destes resultados, os autores sugerem que a combinação óptima dos veículos de sinalização utilizados depende do tipo de empresa considerada e da fase do ciclo de vida em que se encontra. Por exemplo, no caso das empresas que se encontram numa fase de maturidade, uma política de dividendos generosa deve assumir-se como o seu principal mecanismo de sinalização, enquanto que as empresas que se encontram numa fase de crescimento devem colocar especial ênfase no investimento, em detrimento do uso dos dividendos.

Modelização mais recente, previamente desenvolvida por Brick *et al.* (1998) e aprofundada por Luo *et al.* (2002), pressupõe também, explicitamente, que os administradores utilizam uma combinação de vários mecanismos de sinalização (investimento, endividamento, emissão de novas acções e dividendos), para veicularem ao mercado os suplementos de informação que possuem, ou seja, a avaliação que fazem da empresa face à informação privilegiada que detêm. No contexto do modelo proposto, os autores determinam as condições de utilização dos níveis de investimento, estrutura do capital e dividendos para que se minimizem os custos de sinalização.

Ao contrário de muitos modelos de sinalização — em que apenas se considera, explicitamente, que as assimetrias de informação se repercutem

na estimativa da média dos *cash-flows* esperados da empresa —, Luo *et al.* (2002) distinguem as assimetrias de informação relativas à média dos *cash-flows* esperados daquelas que se prendem com a estimativa da sua variância. Esta separação levou os autores a concluir que a escolha dos meios de sinalização pelos administradores, para transmitirem aos investidores os suplementos de informação que possuem, depende da importância relativa de cada uma daquelas assimetrias de informação. Por exemplo, de acordo com o modelo proposto, os administradores das empresas de maior valor relativo devem utilizar a emissão de novas ações (decréscimo dos níveis de endividamento) e, simultaneamente, distribuir dividendos para sinalizar ao mercado a avaliação que fazem da mesma; isto se as assimetrias de informação entre as duas partes se repercutirem, fundamentalmente, na estimativa da variância dos *cash-flows* esperados da empresa.

A par da modelização teórica que tem sido desenvolvida, com o propósito de sustentar a hipótese do efeito sinalizador da política de dividendos da empresa, têm surgido trabalhos, de cariz igualmente teórico, onde se explora o papel das assimetrias de informação na compreensão de alguns dos comportamentos habitualmente observados na prática em matéria de política de dividendos, a saber: estabilidade dos dividendos e preferência das empresas pelos dividendos, relativamente à recompra de ações próprias, apesar da penalização fiscal a que estão sujeitos na grande maioria dos sistemas fiscais⁽²⁴⁷⁾.

⁽²⁴⁷⁾ Por exemplo, no caso dos Estados Unidos, durante o período compreendido entre 1973 e 1983, os dividendos distribuídos pelas 1.000 maiores empresas representaram, em média, 44% do seus lucros, enquanto que a recompra de ações próprias se ficava, em média, nos 6% (*cf.* Allen *et al.*, 2000, p. 2499). Neste mesmo sentido, Barclay e Smith (1988) e Bagwell e Shoven (1989) documentaram que os dividendos são mais populares do que a recompra de ações próprias. Como é sublinhado por Lie e Lie (1999), esta evidência refuta a ideia de que o tratamento fiscal privilegiado das mais-valias de ações favorece a recompra de ações próprias relativamente à distribuição de dividendos.

Os trabalhos a que até agora nos referimos revelam grandes dificuldades em explicar a estabilidade dos dividendos quando as perspectivas de rentabilidade da empresa se alteram com frequência⁽²⁴⁸⁾. Porém, os modelos desenvolvidos por John e Nachman (1986) — citados em Lease *et al.* (1999) — e Kumar (1988), encontraram fundamento teórico para uma possível conciliação da hipótese do efeito sinalizador dos dividendos e a sua estabilidade vulgarmente observada na prática. Os primeiros autores desenvolveram um modelo onde se evidencia que o montante óptimo dos dividendos, pago pelas empresas, é estabelecido com base no produto de duas condições: (i) grau de optimismo dos administradores face à informação privilegiada que possuem e (ii) montante do financiamento externo a que a empresa e os seus accionistas têm de recorrer. Tendo em conta estas duas condições, os autores discutem qual será a estratégia óptima a adoptar pelas empresas, em cada momento do tempo, face à situação em que se encontram. Quando a informação optimista que os administradores possuem, relativamente ao futuro da empresa, não é significativamente diferente daquela que é possuída pelos investidores em geral, a estratégia óptima a adoptar passa por manter os dividendos e recorrer ao financiamento externo para financiar os investimentos actuais e manter fundos em reserva, com vista a financiar novos investimentos futuros. Neste caso, o peso da primeira condição é pequeno e o da segunda é grande, na definição do montante óptimo dos dividendos a pagar. Em sentido contrário, quando a informação privilegiada que os administradores possuem é elevada e optimista, mantêm igualmente os dividendos e recorrem ao financiamento externo apenas para financiarem as suas oportunidades de investimento, depois de esgotarem os fundos que possuem em reserva. Agora o peso da primeira condição é elevado e o da segunda pequeno. De acordo com o exposto, embora as assimetrias de in-

⁽²⁴⁸⁾ Por exemplo, segundo dados referidos em Lease *et al.* (1999, p. 104), das mais de 1.300 empresas americanas analisadas em 1992, cujos resultados se alteraram substancialmente, apenas 14% delas tinham alterado os seus dividendos: 11% aumentara-os e 3% diminuía-os.

formação sejam substancialmente diferentes nos dois casos, o montante de dividendos ótimo é aproximadamente o mesmo, o que leva os autores a concluir pela relativa estabilidade dos dividendos, mesmo quando os resultados esperados possam ser voláteis. Esta mesma conclusão foi mais tarde corroborada pelo modelo proposto por Kumar (1988), onde se demonstra que, quando os administradores possuem maior e melhor informação relativamente à produtividade da empresa do que os investidores em geral e possuem diferentes níveis de aversão face ao risco, as pequenas alterações da rendibilidade (produtividade) não possuem impacto sobre o montante dos dividendos pagos.

Uma outra linha de modelização tem procurado fundamentar teoricamente a preferência das empresas pelos dividendos, relativamente à recompra de acções próprias, explorando, também, os efeitos que as assimetrias de informação entre *insiders* e *outsiders* podem exercer em tal comportamento. Neste campo, e sem sermos exaustivos, são de referir os trabalhos de Ofer e Thakor (1987), Brennan e Thakor (1990), Hausch e Seward (1993), Chowdhry e Nanda (1994) e Lucas e McDonald (1998), onde se têm evidenciado diferentes argumentos que, num contexto de assimetrias de informação, sustentam tal comportamento.

Ofer e Thakor (1987) propõem um modelo onde se considera que a recompra de acções próprias e os dividendos funcionam como mecanismos integrados de sinalização e se especificam as condições que levam os administradores a preferirem um dos mecanismos ao outro. O desenvolvimento do modelo levou os autores a concluir que, se os administradores escolhem o mecanismo de sinalização que lhes permite comunicar os suplementos de informação que possuem ao menor custo, devem recorrer à distribuição de dividendos quando a diferença entre o valor de mercado das acções da empresa e o seu valor intrínseco (valor de mercado que teriam se os investidores tivessem acesso à informação privilegiada que os administradores possuem) é pequena, e à recompra de acções próprias quando a diferença

é grande. Neste último caso, as assimetrias de informação existentes são de tal ordem que exigem uma distribuição elevada de resultados para serem colmatadas, sendo esta permitida ao menor custo pela recompra de acções próprias. Porém, Barclay e Smith (1988) demonstraram que esta forma de distribuição de resultados possui custos importantes, pois permite aos administradores comportamentos oportunistas (*adverse selection*): vender as acções que possuem quando estas estão sobreavaliadas e não o fazerem quando estão subavaliadas. Assim, possuem um forte incentivo para que decidam a forma de distribuir resultados (dividendos *versus* recompra de acções próprias), em função dos seus próprios interesses.

Brennan e Thakor (1990) desenvolveram um modelo onde se fornece uma explicação para a fraca frequência com que as empresas recorrem à recompra de acções próprias comparativamente aos dividendos, explorando também o problema da *adverse selection*. Segundo o seu modelo, o fenómeno de *adverse selection*, associado à recompra de acções próprias, exerce influência nas preferências dos *insiders* e *outsiders* no que se refere ao meio escolhido pela empresa para distribuir os seus resultados: os *insiders* preferem os dividendos e os *outsiders* a recompra de acções próprias. Assim, se a forma de distribuir resultados é decidida por voto em assembleia geral de accionistas, o desenvolvimento do modelo levou os autores a concluir que no caso de uma distribuição de resultados de pequena monta os dividendos tendem a ser preferidos relativamente à recompra de acções próprias, apesar da penalização fiscal a que os primeiros estão sujeitos, ao contrário do que acontece quando o resultado a distribuir é elevado. O argumento em que Brennan e Thakor (1990) se apoiaram é o seguinte: dado que a distribuição do resultado gerado pela via da recompra de acções próprias obriga os *outsiders* a incorrerem em custos de recolha de informação ou, então, a exporem-se à provável transferência de riqueza em favor dos *insiders*, leva a que os primeiros só aceitem suportar aqueles custos — e assim votar em favor da recompra de acções próprias — quando os mesmos são inferiores

à penalização fiscal suportada no caso do resultado ser distribuído pela via dos dividendos.

Mais recentemente, continuando na linha dos trabalhos anteriores, Lucas e McDonald (1998) propuseram um modelo onde — ao mesmo tempo que se ilustram as diferentes preferências dos accionistas, atendendo aos seus planos em termos de venda das acções que possuem, face às decisões da empresa no que se refere à recompra de acções próprias *versus* dividendos — se exploram, com particular destaque, as consequências dos custos fiscais e do fenómeno de *adverse selection* em tais preferências, quando os administradores possuem uma maior informação relativamente ao valor da empresa. O desenvolvimento do modelo leva os autores a concluir que a estratégia óptima para canalizar os resultados gerados pela empresa para o património dos seus accionistas é sensível à estrutura dos custos de recompra de acções próprias. Na ausência de custos fixos inerentes a esta forma de distribuição, os administradores sinalizam a maior qualidade das suas empresas recorrendo à forma de distribuição que envolve um maior custo fiscal (isto é, através do pagamento de dividendos), porém distribuem uma pequena percentagem do resultado por esta via e recorrem à recompra de acções para o remanescente. Considerando que a recompra de acções próprias envolve custos fixos, os resultados a distribuir de pequena monta são canalizados para o património dos seus accionistas pela via dos dividendos e os de elevado montante são repartidos entre os dividendos e a recompra de acções próprias. Em ambos os casos, os autores concluíram que o recurso à recompra de acções próprias é crescente com o montante dos resultados a distribuir e que o anúncio da recompra de um número elevado de acções próprias é interpretado pelo mercado como uma boa notícia acerca da qualidade da empresa.

A terminar esta secção é, ainda, devida uma referência breve aos trabalhos de Hausch e Seward (1993) e Chowdhry e Nanda (1994), onde se analisa,

também, a atractividade da recompra de acções próprias *versus* dividendos. No primeiro trabalho é desenvolvido um modelo de sinalização assente nos resultados distribuídos pela via dos dividendos e recompra de acções próprias, em que se admite que o montante dos resultados a distribuir é conhecido, com certeza, *a priori* no caso em que a empresa opta pelos dividendos, o mesmo não acontecendo na situação em que aquela recorre à recompra de acções próprias. Neste último caso, não é conhecido o montante que a empresa terá de desembolsar para adquirir cada uma das suas acções no mercado, pois depende da cotação que se vier a estabelecer (prémio de recompra que terá que pagar). Trata-se, portanto, de uma forma de distribuição de resultados mais «arriscada» (*risky distribution*). De acordo com os autores, o mecanismo mais eficiente para os administradores veicularem a informação privilegiada que possuem acerca da natureza das oportunidades de investimento da empresa depende da sua aversão ao risco. Em particular, o desenvolvimento do modelo leva os autores a concluir que, se os administradores das empresas de elevada qualidade são menos avessos ao risco, a recompra de acções próprias assume-se como o mecanismo de sinalização mais eficiente para aqueles veicularem ao mercado a qualidade das suas empresas. Se, pelo contrário, são mais avessos ao risco, então é mais provável que venham a utilizar os dividendos para sinalizarem aos investidores a qualidade das suas empresas.

Chowdhry e Nanda (1994) propuseram um modelo em que a escolha entre o pagamento de dividendos e a recompra de acções próprias, enquanto mecanismos alternativos para distribuir resultados, é efectuada, não tendo como preocupação o efeito sinalizador de cada um daqueles mecanismos, mas sim com o propósito de minimizar os custos que essa distribuição implica. Segundo o modelo proposto, dado que, normalmente, ao anúncio da recompra de acções se encontra associada uma maior reacção da cotação das acções do que ao anúncio dos dividendos, existe um ponto a partir do qual a recompra de acções próprias se torna não atractiva relativamente aos

dividendos, em virtude do prémio a pagar por cada acção. Assim, segundo as implicações do modelo de Chowdhry e Nanda (1994), o *dividend payout* óptimo passa por distribuir uma parcela dos resultados, pela via dos dividendos, e reter o restante para distribuir no futuro, pela via da recompra de acções próprias. Esta distribuição apenas vem a ocorrer de forma pontual e quando as suas acções se encontram suficientemente subavaliadas.

7.3. O efeito de sinalização e o conteúdo informativo da política de dividendos: evidência empírica

Apesar de no domínio teórico existir um amplo consenso no que se refere ao efeito de sinalização e ao conteúdo informativo dos dividendos, no campo da investigação empírica têm-se observado resultados contraditórios em alguns pontos. Enquanto que, por um lado, a grande maioria desses estudos tem evidenciado que uma alteração dos dividendos provoca uma reacção de igual sentido na cotação das acções — o que é consistente com a hipótese do efeito sinalizador dos dividendos —, por outro, tem também revelado resultados que colocam em causa esta mesma hipótese.

Nesta secção apresentam-se os resultados a que a investigação empírica, nesta área, tem vindo a ser conduzida, com particular destaque para os mais recentes. Numa primeira fase, são revistos os principais trabalhos que têm analisado a relação entre as alterações não antecipadas na política de dividendos e/ou resultados e a reacção da cotação das acções à volta da data do anúncio de tais alterações. Numa segunda, dá-se particular atenção aos estudos que se têm concentrado, fundamentalmente, na análise da relação entre as mesmas alterações e os resultados/*cash-flows* obtidos em períodos anteriores/posteriores. Por fim, são apresentadas as conclusões de outros trabalhos que se têm concentrado, igualmente, no teste à hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, seguindo as mais variadas linhas de abordagem.

7.3.1. O efeito do anúncio da alteração da política de dividendos na cotação das acções

322

Um grande número de estudos empíricos tem-se centrado na análise do comportamento da cotação das acções à volta da data em que as entidades emitentes anunciam alterações significativas na distribuição de dividendos (ex. alterações da política de dividendos, iniciação ou omissão de dividendos, distribuição de dividendos especiais, etc.), com o intuito de averiguar se a reacção da cotação das acções, vulgarmente observada, se encontra associada ao sinal e à dimensão daquelas alterações⁽²⁴⁹⁾.

A maioria desses estudos tem revelado que as acções das empresas que anunciaram um acréscimo (decrécimo) dos seus dividendos registaram uma valorização (desvalorização) anormal à volta da data do anúncio, ao mesmo tempo que demonstra que a reacção negativa do mercado às «más notícias» é razoavelmente forte e relativamente robusta. Nesta linha são de destacar, entre outros, os trabalhos de Pettit (1972), Charest (1978), Aharony e Swary (1980), Asquith e Mullins (1983), Brickley (1983), Divecha e Morse (1983), Kane *et al.* (1984), Ghosh e Woolridge (1988, 1991), Healey e Palepu (1988), John e Lang (1991), Bernheim e Wantz (1995), Elfakhani (1998), Kaestner e Liu (1998), DeAngelo *et al.* (2000) levados a cabo no contexto do mercado de capitais norte-americano, Tsoukalas e Sil (2000), Hodgkinson (2002) para o mercado do Reino Unido, Tsoukalas (1999), Fukuda (2000) para o mercado japonês, Dumontier (1985) para o mercado francês e de Chen *et al.* (2002) para o mercado chinês.

⁽²⁴⁹⁾ Importa aqui sublinhar que as explicações que têm sido avançadas para a reacção da cotação das acções à volta da data em que se regista uma alteração significativa do seu dividendo não se esgotam no sinal que tal alteração transmite aos investidores, apesar de ser esta a que com mais frequência tem sido apontada. Outras explicações, como aquelas que se apoiam nos efeitos fiscais e na teoria de agência — a que tivemos oportunidade de nos referir nos capítulos 5 e 6 —, têm sido, igualmente, apontadas para o fenómeno em apreço.

Pettit (1972), ao analisar a reacção da cotação das acções de uma amostra de 135 empresas que anunciaram alterações dos seus dividendos, observou uma variação anormal média acumulada, estatisticamente significativa, de 0,935% (-3,69%) na cotação das acções quando considerado o dia do anúncio do acréscimo (decrécimo) dos dividendos e o dia seguinte. Adicionalmente, constatou que as alterações significativas (positivas e negativas) ocorreram com particular frequência naqueles dois dias. Quando analisadas as alterações registadas na cotação das acções, tendo em consideração os escalões de variação dos dividendos em que a amostra foi estratificada, o autor obteve resultados que, no geral, evidenciaram que a variação da cotação é tanto maior quanto maior é a alteração dos dividendos⁽²⁵⁰⁾. Estes resultados, para além de evidenciarem que o mercado de títulos é eficiente na incorporação da informação disponível, são interpretados como consistentes com a hipótese de que o anúncio da alteração na distribuição de dividendos transmite uma informação substancial. Neste mesmo sentido, Charest (1978) — ao analisar uma amostra mais ampla (1.720 anúncios de acréscimos e decréscimos de dividendos) com o propósito de avaliar a eficiência do mercado de capitais na incorporação da informação disponível — observou variações anormais médias acumuladas de 3,18% (-1,36%) na cotação das acções no mês subsequente à data dos anúncios dos acréscimos (decrécimos) dos dividendos.

Kalay e Loewenstein (1986) analisaram a reacção da cotação das acções face ao anúncio da distribuição de dividendos, considerando o *timing* em que este ocorreu. Considerando uma amostra de 148 anúncios de distribuição de dividendos, que durante o ano de 1981 ocorreram desfasados no

⁽²⁵⁰⁾ Esta conclusão foi corroborada por Kwan (1981) ao melhorar o trabalho de Pettit (1972), nomeadamente no que se refere à metodologia utilizada para determinar as variações não antecipadas dos dividendos. Enquanto Pettit considera que toda a variação ocorrida nos dividendos entre $t-1$ e t é não antecipada, Kwan, bem como outros autores que se situam na sua linha (ex. Dumontier, 1985), determina-a pela diferença entre o dividendo efectivamente distribuído no período t e o dividendo esperado, sendo este função do dividendo do período $t-1$ e dos resultados do período t e $t-1$.

tempo face à grande maioria dos anúncios (72 ocorreram cedo e 76 tarde), observaram que a cotação das acções das empresas que cedo procederam ao anúncio da distribuição de dividendos reagiu favoravelmente (+0,331%), à volta da data do anúncio, ao contrário do que aconteceu à cotação dos títulos das empresas em que tal anúncio ocorreu tarde (-0,124%). Esta diferença de resultados levou os autores a concluir que o *timing* do anúncio dos dividendos possui, também, algum conteúdo informativo: o diferimento no tempo do anúncio da distribuição dos dividendos veicula informação negativa aos investidores.

Conscientes de que o efeito sinalizador atribuído à variação dos dividendos pode encontrar-se enviesado pela influência que eventualmente poderá sofrer do anúncio das variações não antecipadas ocorridas nos resultados, Aharony e Swary (1980) levaram a cabo um estudo em que se procurou separar o efeito dos dois anúncios no comportamento da cotação das acções. Para o efeito, de uma amostra de alterações significativas dos dividendos, ocorridas entre 1963 e 1976, retiveram apenas aquelas que se registaram num momento diferente daquele em que é anunciado o resultado da empresa. Os resultados obtidos revelaram que a reacção da cotação das acções, face ao anúncio da alteração dos dividendos, se mostrou condicionada pelo momento em que ocorreu o anúncio dos resultados. Em concreto, quando o anúncio da alteração dos dividendos é posterior ao da alteração dos resultados, as cotações das acções registaram uma alteração média de 0,72% e -3,76% à volta da data do anúncio do acréscimo e do decréscimo dos dividendos, respectivamente. Estes valores alteram-se para 1,03% e -2,82%, quando o anúncio da alteração dos dividendos é anterior ao da alteração dos resultados. Em face disto os autores concluíram que a alteração dos dividendos transmite informação ao mercado para além da que é veiculada pelo anúncio dos resultados obtidos pela empresa. Neste mesmo sentido, Kane *et al.* (1984), apesar de reconhecerem que é difícil separar, na prática, o efeito do anúncio da alteração dos dividendos e dos resultados na

cotação das acções, pois existe interacção entre eles⁽²⁵¹⁾, constataram que a alteração observada na cotação das acções possui o sinal da variação não antecipada registada nos dividendos. Em particular, os autores constataram que, quando os resultados anunciados são inferiores aos antecipados, a reacção da cotação das acções é positiva no caso de uma variação positiva não antecipada nos dividendos, sendo negativa no caso de se registar uma variação negativa nos dividendos, mesmo quando os resultados anunciados se afastam positivamente dos antecipados. Dumontier (1985) obteve uma conclusão semelhante no contexto do mercado francês.

Investigação empírica mais recente, ao mesmo tempo que explora os efeitos na cotação das acções da possível interacção entre o anúncio dos resultados e dos dividendos, tem procurado incluir na análise outros aspectos que potencialmente podem influenciar a avaliação pelos investidores das alterações ocorridas nos dividendos e, conseqüentemente, a cotação das acções à volta da data do seu anúncio. Nesta linha, Tsoukalas (1999) e Tsoukalas e Sil (2000) analisaram — ao longo do período compreendido entre Janeiro de 1955 e Dezembro de 1997, no contexto do mercado japonês e do Reino Unido, respectivamente — a capacidade de previsão de algumas das variáveis vulgarmente consideradas como determinantes da cotação das acções, concentrando-se, fundamentalmente, no estudo da capacidade revelada pelas alterações não antecipadas dos dividendos em termos de previsão de tais cotações⁽²⁵²⁾. Os resultados obtidos, em ambos os trabalhos, fornecem suporte às hipóteses de sinalização pelos dividendos e da eficiência dos mercados, na explicação da evolução da cotação

⁽²⁵¹⁾ Esta interacção é, igualmente, defendida por Divecha e Morse (1983), ao obterem resultados onde se demonstra que os «... earnings of a firm have a significant effect on how investors interpret a dividend change» (p. 172).

⁽²⁵²⁾ O modelo auto-regressivo estimado em ambos os trabalhos, para além de considerar variáveis que visam incluir na análise o efeito das alterações não esperadas dos dividendos na cotação das acções, considera também o efeito de variáveis classificadas como fundamentais (tais como *dividend yields* e taxa de crescimento dos dividendos) e de variáveis macroeconómicas (ex. estrutura e prazo das taxas de juro).

das acções observada. Ainda no contexto do mercado de capitais japonês, Fukuda (2000), ao estudar, entre outros aspectos, a reacção dos investidores face ao anúncio da alteração dos dividendos, concluiu que o mercado reage positivamente (negativamente) ao anúncio do acréscimo (decréscimo) dos dividendos.

No mesmo quadro de análise, embora seguindo uma linha de abordagem diferente, Bernheim e Wantz (1995), Fama e French (1998) e Hodgkinson (2002) exploraram os efeitos da penalização fiscal a que os dividendos estão sujeitos, relativamente às mais-valias de acções, e de sinalização na cotação das acções. Bernheim e Wantz (1995) testaram — no contexto do mercado norte-americano e ao longo do período compreendido entre o início de 1962 e o final de 1988 — o efeito daquela penalização fiscal sobre a reacção da cotação das acções por cada unidade monetária dos resultados distribuídos pela via dos dividendos. Na linha do que alguns modelos de sinalização por dividendos sugerem (ex. Bhattacharya, 1979), os autores concluíram que a reacção da cotação das acções por cada dólar anunciado a título de dividendos se encontra positivamente correlacionada com a penalização fiscal a que os mesmos estão sujeitos, relativamente às mais-valias de acções. Esta e outras conclusões obtidas levam-nos a afirmar que o custo marginal do pagamento dos dividendos suporta a hipótese do efeito sinalizador dos mesmos⁽²⁵³⁾. Neste mesmo sentido, Fama e French (1998) obtiveram resultados em que se evidencia que os dividendos transmitem informação ao mercado, para além da que é veiculada pelo anúncio

⁽²⁵³⁾ Amihud e Murgia (1997), ao analisarem a reacção da cotação das acções face ao anúncio dos dividendos no contexto do mercado alemão — país onde o sistema fiscal tributa mais levemente os dividendos do que os ganhos de capital —, contestaram esta conclusão. Segundo os seus resultados, a reacção observada na cotação das acções, à volta da data do anúncio dos dividendos, é similar à observada no contexto do mercado norte-americano. Em face desta constatação, os autores — ao mesmo tempo que sustentaram que a penalização fiscal dos dividendos, relativamente aos ganhos de capital, não é uma condição necessária para que os mesmos contenham um conteúdo informativo acerca do valor futuro da empresa — concluíram que outras razões, para além das de índole fiscal, contribuem para que os dividendos possuam um papel informativo.

dos resultados obtidos pela empresa e de outros eventos, suficiente para superar o eventual efeito negativo resultante da penalização fiscal a que estão sujeitos. Hodgkinson (2002) analisou a reacção dos investidores face ao sinal que lhes é transmitido pelo anúncio dos resultados e da alteração da política de dividendos por parte das empresas do Reino Unido, país onde o sistema fiscal permite, para eliminar a dupla tributação dos dividendos, o desconto do imposto societário suportado aquando da distribuição de dividendos ao imposto apurado no final do exercício económico⁽²⁵⁴⁾. Neste contexto, admitindo um *tradeoff* entre os custos fiscais e os benefícios do veículo utilizado pelos administradores para sinalizarem ao mercado os suplementos de informação que possuem, o autor postula que é de esperar uma reacção dos investidores, face ao sinal que lhes é transmitido pelo anúncio de uma alteração não esperada na política de dividendos da empresa, condicionada pelo sinal transmitido pela divulgação dos resultados e pela situação fiscal em que a empresa se encontra. Recorrendo a uma amostra de 607 anúncios de alteração de dividendos ocorridos entre Março de 1988 e Abril de 1991 — sendo que, à data do anúncio, 113 das empresas se encontravam numa situação de *surplus advanced corporate tax*, enquanto 494 não — o autor, ao testar a sua hipótese, concluiu que o impacto da situação de *surplus advanced corporate tax* da empresa na cotação das suas acções é positivo se a surpresa revelada ao mercado pelo anúncio da alteração dos dividendos for acompanhada de uma variação positiva dos resultados. Se, pelo contrário, a surpresa revelada aos investidores pela divulgação dos resultados é negativa, a capacidade de os dividendos revelarem informação ao mercado parece sobrepor-se à importância do conhecimento da situação fiscal em que a empresa se encontra.

⁽²⁵⁴⁾ Uma caracterização sumária da forma como era tributado, à data do estudo, o rendimento das sociedades do Reino Unido pode ser vista em Bond *et al.* (1995, p. 6), Hodgkinson (2002, p. 412) e, ainda, na nossa síntese apresentada no capítulo 5, subsecção 5.4.3.

Chen *et al.* (2002) testaram a informação revelada aos investidores pelo anúncio dos resultados anuais da empresa e da distribuição desses resultados em dinheiro e em acções, no contexto do mercado de capitais chinês. Como é sublinhado pelos autores, o estudo do efeito informacional da interacção entre aqueles três anúncios é particularmente pertinente no contexto das empresas chinesas, em virtude de em tal mercado eles ocorrerem simultaneamente. Concentrando a sua análise nas empresas chinesas cotadas há menos de 10 anos⁽²⁵⁵⁾ e em 1.232 anúncios, os autores obtiveram uma correlação positiva, estatisticamente significativa, entre as alterações não antecipadas dos resultados e a rendibilidade anormal das acções à volta da data do anúncio. Paralelamente, concluíram que os *stock dividends* corroboram ou atenuam o sinal veiculado aos investidores pelo anúncio da alteração dos resultados, ao constatarem que o efeito deste último anúncio na cotação das acções é particularmente forte quando o sentido da alteração dos *stock dividends* não antecipados é o mesmo que o dos resultados, enquanto que se os sentidos das alterações são opostos o sinal veiculado pela alteração dos resultados não antecipados é fraco.

Por fim, é ainda de realçar o estudo de Elfakhani (1998) pelo facto de se afastar da linha dominante, ao considerar que os administradores possuem informação privilegiada acerca de três atributos da empresa (capital investimento, decisões de financiamento e problemas de agência) e que a transmissão dessa informação ao mercado é efectuada em duas fases sequenciais: numa primeira é divulgada informação contabilística e, seguidamente, é anunciada a alteração da política de dividendos. Assim, o sinal transmitido através do anúncio da alteração dos dividendos enquadra-se numa das seguintes situações: (i) confirma toda a informação anterior; (ii) fornece ao mercado nova informação, ou (iii) possui pouco ou nenhum

⁽²⁵⁵⁾ Segundo os autores, é de crer que para estas empresas, menos conhecidas pelos investidores em geral, a utilidade da informação que lhes é revelada pela via de sinais seja maior.

poder de clarificação do sentido da informação anteriormente divulgada. Neste quadro, o autor analisou o efeito da alteração da política de dividendos da empresa no comportamento da cotação das suas acções à volta da data do anúncio, avaliando-o com base em três factores: (i) expectativa criada face à informação anteriormente divulgada (favorável, desfavorável ou ambígua); (ii) direcção da alteração dos dividendos (+ ou -) e (iii) papel do sinal transmitido pela alteração dos dividendos (confirmatório, clarificador ou obscuro).

Recorrendo a uma amostra de 676 alterações significativas de dividendos, ocorridas no mercado norte-americano entre 1976 e 1985, o autor concluiu que a alteração na política de dividendos da empresa possui efeitos na cotação das suas acções, sendo, no entanto, a reacção do mercado mais evidente face ao acréscimo dos dividendos do que ao seu decréscimo. Quando é analisada a reacção do mercado face à alteração dos dividendos e o efeito sinalizador de tal evento é decomposto, o autor concluiu que os investidores, aquando da avaliação das acções da empresa, confiam mais na componente «expectativa criada face à informação anteriormente divulgada» do que na «direcção da alteração dos dividendos» ou no «papel do sinal transmitido pela alteração dos dividendos».

A par dos estudos empíricos que têm analisado o efeito da alteração dos dividendos regulares na cotação das acções, uma outra linha de investigação tem-se concentrado no estudo das repercussões das variações extremas dos dividendos (iniciação, omissão e dividendos especiais⁽²⁵⁶⁾) nessas mesmas cotações. Asquith e Mullins (1983), por um lado, e Richardson *et al.* (1986), por outro, ao analisarem a reacção da cotação das acções de uma amostra de empresas norte-americanas que anunciaram a distribuição do seu primeiro

⁽²⁵⁶⁾ De acordo com Brickley (1983), Jayaraman e Shastri (1988), Gombola e Liu (1999), entre outros, dividendos especiais são todas as distribuições de dinheiro a que os administradores atribuem a designação de «special, extra, or year-end dividend».

dividendo, documentaram uma reacção anormal positiva, estatisticamente significativa, à volta da data do anúncio (+3,7%, no primeiro estudo e +4%, no segundo). Em sentido contrário, Ghosh e Woolridge (1988) documentaram uma queda da cotação das acções superior a 6% à volta da data em que foi anunciada a suspensão do pagamento de dividendos. Porém, num estudo posterior os mesmos autores (Ghosh e Woolridge, 1991) sustentaram que esta queda é tanto menor quanto maior é o número de vezes que a empresa em análise já suspendeu o pagamento de dividendos ao longo da sua vida. Isto é, segundo os autores, as sucessivas omissões de dividendos, ao serem parcialmente antecipadas pelos investidores, possuem um menor efeito na cotação das acções quando efectivamente vierem a ser anunciadas.

No sentido dos estudos a que nos acabamos de referir, Healey e Palepu (1988) e Michaely *et al.* (1995), ao compararem a reacção anormal da cotação das acções face ao anúncio da iniciação e omissão de dividendos, concluíram que é positiva no primeiro caso e negativa no segundo (+3,9% e -9,5%, no caso do estudo de Healey e Palepu e, +3% e -7%, segundo Michaely *et al.*).

John e Lang (1991) analisaram, igualmente, no contexto do mercado de capitais norte-americano, a reacção da cotação das acções à volta da data do anúncio da iniciação de dividendos. Tendo por base uma amostra de 265 anúncios, ocorridos ao longo do período compreendido entre 1975 e 1985, os autores começaram por observar uma reacção da cotação das acções de +3,23% à volta da data do anúncio. Posteriormente, separaram das restantes as empresas em que o anúncio foi acompanhado por *insider selling*. Neste grupo de empresas constataram que a reacção das cotações ficou abaixo 2,2% daquela que foi registada nas restantes empresas da amostra. Estes resultados, na interpretação dos autores, corroboram a hipótese de que o *insider trading* constitui um meio de sinalização quando considerado em simultâneo com o anúncio do acréscimo (iniciação) dos dividendos.

Na sequência do trabalho de John e Lang (1991), Kaestner e Liu (1998) analisaram a reacção da cotação das acções à volta da data do anúncio de duas categorias de eventos: iniciação de dividendos e distribuição de dividendos especiais, considerando-os por si só e em simultâneo com outros eventos. Os resultados obtidos, ao contrário do que evidenciou o estudo de John e Lang, não corroboram a hipótese de que os «outros eventos» constituem um veículo de sinalização com relevância quando considerados em simultâneo com o anúncio da iniciação de dividendos ou da distribuição de dividendos especiais.

Brickley (1983) analisou, também, o impacto do anúncio da distribuição de dividendos especiais na cotação das acções e no comportamento dos resultados futuros, comparando-o com o observado face ao anúncio do acréscimo dos dividendos regulares. Segundo a tese admitida pelo autor, os acréscimos dos dividendos regulares, quando comparados com a distribuição de dividendos especiais, devem proporcionar uma maior informação ao mercado dado que estes últimos, ao serem classificados, com frequência, como «extra», não devem ser interpretados como um aumento sustentado dos dividendos e, conseqüentemente, como um sinal da variação dos resultados/*cash-flows* futuros da empresa. Recorrendo a uma amostra de 165 distribuições de dividendos especiais e 100 acréscimos de dividendos regulares, ocorridos no mercado norte-americano entre 1969 e 1979, Brickley obteve resultados consistentes com a sua tese. Em particular, a comparação da reacção da cotação das acções à volta das datas em que anunciaram um acréscimo dos dividendos regulares e a distribuição de dividendos especiais, ao revelar-se positiva em ambos os casos, mas superior no primeiro, leva o autor a concluir que os dois eventos transmitem informação ao mercado, embora a informação veiculada através do acréscimo dos dividendos regulares seja superior.

Na linha dos resultados empíricos obtidos por Brickley (1983), outros autores, de que são exemplo Jayaraman e Shastri (1988) e Gombola e Liu

(1999), analisaram mais de perto o efeito de sinalização dos anúncios de distribuição de dividendos especiais, recorrendo a metodologias em que se procura distinguir aquele efeito das hipóteses assentes no *free cash-flow* e na transferência de riqueza, igualmente apontadas para explicar a reacção da cotação das acções da empresa face ao anúncio da distribuição de dividendos, como se evidenciou no capítulo anterior. Jayaraman e Shastri, ao analisarem o efeito da distribuição de dividendos especiais na cotação das acções e das obrigações à volta da data do anúncio, observaram uma reacção positiva, no primeiro caso, e ausência de reacção, no caso das obrigações⁽²⁵⁷⁾. Estes resultados, de acordo com a interpretação dos autores, ao mesmo tempo que são consistentes com o efeito de sinalização dos dividendos e contrários à hipótese de transferência de riqueza entre accionistas e obrigacionistas, em proveito dos primeiros, são indicativos de que o mercado vê com bons olhos a distribuição de dividendos especiais. Seguindo uma linha de investigação diferente, Gombola e Liu (1999) obtiveram resultados que sustentam, também, a tese do conteúdo informativo dos anúncios da distribuição de dividendos especiais, ao analisarem as alterações das previsões dos analistas financeiros relativas aos resultados futuros da empresa face a tais anúncios. Recorrendo a uma amostra de 196 anúncios de dividendos especiais, levados a cabo por outras tantas empresas norte-americanas durante o período 1977-1989, os autores começaram por obter evidência consistente com o efeito de sinalização do anúncio da distribuição de dividendos especiais, ao observarem uma revisão não antecipada, no sentido da alta, das previsões dos analistas financeiros relativas aos resultados futuros da empresa e, conseqüentemente, uma reacção positiva na cotação das suas acções, face àqueles anúncios.

⁽²⁵⁷⁾ Uma conclusão similar foi obtida por Woolridge (1983), ao analisar o efeito das alterações não antecipadas dos dividendos na cotação das acções ordinárias e preferenciais e das obrigações.

Paralelamente, com o intuito de testarem a hipótese de que o efeito de sinalização da distribuição de dividendos especiais é condicionado pelas oportunidades de crescimento da empresa — hipótese previamente descrita e apoiada por Lang e Litzenberger (1989) —, os autores dividiram a amostra em dois grupos tomando como critério as oportunidades de crescimento da empresa, avaliadas pelo seu Q de Tobin *ratio*: um constituído pelas empresas com um Q de Tobin *ratio* < 1 (empresas com baixas oportunidades de crescimento) e outro pelas empresas com um Q de Tobin *ratio* ≥ 1 (empresas com elevadas oportunidades de crescimento). Na linha daquela hipótese, os resultados obtidos evidenciaram que a revisão positiva das previsões dos analistas financeiros, face ao anúncio, é evidente apenas no caso das empresas com um Q de Tobin *ratio* baixo, ao mesmo tempo que revelaram que a reacção positiva da cotação das acções, face ao evento em estudo, é mais pronunciada no caso das empresas com um Q de Tobin *ratio* < 1 . Estes resultados, quando considerados em conjunto⁽²⁵⁸⁾, são indicativos de que os anúncios da distribuição de dividendos especiais veiculam mais informação quando são levados a cabo por empresas com baixas oportunidades de crescimento.

Mais recentemente, DeAngelo *et al.* (2000), recorrendo a duas metodologias distintas (estudo de eventos e análise de regressão), reanalisaram a reacção da cotação das acções das empresas cotadas na NYSE que procederam ao anúncio da distribuição de dividendos especiais durante o período compreendido entre a segunda metade de 1962 e 1995. Os resultados obtidos, apesar de evidenciarem que a cotação das acções reage favoravelmente nos três dias subsequentes ao anúncio da distribuição de dividendos especiais, revelam, também, uma reacção não sistemática do mercado face à dimensão dos dividendos especiais anunciados. Paralelamente, quando foi considerada

⁽²⁵⁸⁾ É de realçar que, apesar de a maior reacção da cotação das acções das empresas com baixas oportunidades de crescimento ser consistente com a hipótese do *free cash-flow*, o mesmo não acontece no que concerne à revisão observada nas previsões dos analistas financeiros, diferenciada nos dois grupos de empresas.

a metodologia de «estudo de eventos», os resultados obtidos indicaram que, apesar de o anúncio dos dividendos especiais constituir uma boa notícia para o mercado, a informação que veicula é relativamente pequena.

7.3.2. Dividendos presentes e resultados/*cash-flows* passados, presentes e futuros

A par dos estudos empíricos que têm testado a hipótese do efeito sinalizador dos dividendos através da análise do comportamento da cotação das acções à volta da data do anúncio da sua alteração, uma corrente alternativa de trabalhos tem procurado averiguar em que medida as alterações dos dividendos reflectem a performance financeira da empresa passada e presente e traduzem as expectativas dos administradores quanto à performance futura — isto é, se as alterações dos dividendos são precedidas e indicativas de alterações de igual sentido dos resultados e/ou dos *cash-flows* —, como é sugerido pela generalidade dos modelos de sinalização a que nos referimos na secção anterior. Neste sentido, Watts (1973) apresenta-nos um dos primeiros estudos em que se procura testar se o conhecimento dos dividendos presentes melhora a percepção dos investidores relativa aos resultados futuros, através da análise da relação entre as alterações não antecipadas dos dividendos e dos resultados subsequentes. Após estimar as variações não antecipadas dos dividendos da empresa i no período t , Z_{it} , o autor estimou o seguinte modelo matemático, com base numa amostra de 310 empresas:

$$\Delta E_{i,t+1} = \gamma_i + \Theta_i Z_{i,t} + w_{i,t+1} \quad (7.9)$$

onde, $\Delta E_{i,t+1}$ representa a variação dos resultados da empresa i entre o momento t e $t+1$, isto é, $\Delta E_{i,t+1} = E_{i,t+1} - E_{i,t}$, $w_{i,t+1}$ o termo de erro e $t=1947, \dots, 1966$.

A estimação do modelo para cada uma das empresas da amostra revela que embora o coeficiente Θ seja, em média, positivo, não é estatisticamente diferente de zero. Assim, o autor concluiu que «... the average absolute size of the future earnings changes which might be conveyed by unexpected dividend changes is very small» (p. 211). Neste mesmo sentido, Gonedes (1978), Penman (1983) e Dumontier (1985) obtiveram, igualmente, evidência empírica onde se sugere que as alterações dos dividendos veiculam muito pouca informação acerca dos resultados futuros da empresa. Em sentido contrário, Healey e Palepu (1988), ao estudarem a relação entre as variações extremas dos dividendos (iniciações e omissões) e os resultados futuros da empresa, observaram que as empresas que iniciaram a distribuição de dividendos registaram um acréscimo dos resultados nos períodos anteriores e posteriores a essa alteração da política de dividendos, enquanto que aquelas que omitiram os dividendos registaram uma variação negativa em ambos os intervalos temporais⁽²⁵⁹⁾.

Na linha dos resultados divergentes a que os estudos pioneiros — que têm procurado testar o conteúdo informativo dos dividendos apoiando-se na análise da relação entre os dividendos correntes e os resultados futuros — têm vindo a ser conduzidos, a investigação empírica mais recente tem sido igualmente marcada por uma acesa controvérsia.

DeAngelo *et al.* (1992) analisaram as alterações dos dividendos, ao longo do período compreendido entre 1980 e 1985, de uma amostra de 167 empresas cotadas na NYSE que registaram prejuízos no passado, comparando essas alterações com as ocorridas num outro grupo, constituído por 440 empresas consistentemente lucrativas. Os resultados obtidos revelaram que, da totalidade das empresas com prejuízos, apenas 50,9% reduziram os seus

⁽²⁵⁹⁾ Laub (1976) ao testar, com base numa amostra de 30 empresas norte-americanas, a capacidade revelada por diferentes tipos de modelos em termos de previsão dos resultados futuros das empresas, concluiu que as especificações que incluem o montante dos dividendos distribuídos no presente e no passado são aquelas que apresentam um melhor desempenho. Tal constatação levou o autor a concluir que os dividendos correntes e passados veiculam informação ao mercado acerca dos resultados futuros.

dividendos, percentagem que desceu para 1% quando foi considerado o grupo de empresas lucrativas. Em face destes resultados os autores concluíram que os prejuízos são uma condição necessária, mas não suficiente, para as empresas procederem a cortes nos dividendos. Paralelamente, a sua análise revelou, ainda, que: (i) a redução dos dividendos ocorre com mais frequência nas empresas com resultados operacionais relativamente mais negativos; (ii) a sua probabilidade de ocorrência é tanto maior quanto maior for a persistência dos prejuízos e (iii) a redução dos dividendos é menos acentuada quando tem origem em razões extraordinárias. O desenvolvimento da análise levou os autores a concluir que se as alterações dos dividendos possuírem um conteúdo informativo, este é específico, isto é, tal conteúdo deve-se ao facto de que o conhecimento da redução dos dividendos proporciona informação acerca dos resultados presentes e da sua retenção, e por via desta informação é melhorada a capacidade de previsão dos resultados futuros da empresa.

Num estudo posterior, os mesmos autores (DeAngelo *et al.*, 1996), analisaram mais de perto a relação entre as alterações ocorridas nos dividendos e os resultados futuros de uma amostra de 145 empresas cotadas na NYSE, cujos resultados anuais registaram uma variação negativa após nove ou mais anos de crescimento consecutivo⁽²⁶⁰⁾. Os resultados obtidos, apesar de

⁽²⁶⁰⁾ Segundo os autores este momento, em que supostamente as empresas se encontram numa fase de transição entre as fases do seu ciclo de vida, reveste-se de especial importância para se estudar se as alterações dos dividendos constituem um veículo privilegiado pelos administradores para comunicarem aos investidores esse facto e, conseqüentemente, as suas expectativas relativas às oportunidades de investimento, ao nível de risco e aos resultados futuros. Esta sugestão vem a ser explorada mais tarde por Grullon *et al.* (2002), num trabalho onde se defende que as alterações da política de dividendos da empresa veiculam informação ao mercado (embora com alguma imprecisão) acerca da transição entre as fases do seu ciclo de vida. Em particular, uma alteração na política de dividendos da empresa que implique um acréscimo dos resultados distribuídos é, segundo os autores, indicativa de que a empresa se encontra num período de transição entre uma fase de crescimento elevado e uma fase de crescimento moderado, ou seja, na fase de maturidade, caracterizada por pequenas oportunidades de investimento, investimento reduzido, baixo risco e por um declínio das suas taxas de rentabilidade. Esta explicação para os resultados obtidos pelos autores, e para os resultados similares a que outros estudos empíricos têm vindo a ser conduzidos, é designada na literatura por *maturity hypothesis*.

evidenciarem uma reacção média positiva (negativa) na cotação das acções face ao anúncio do acréscimo (decréscimo) não antecipado dos dividendos — embora com magnitudes relativas muito pequenas (inferiores a 1%) —, não corroboram a hipótese de que as decisões relativas à política de dividendos contribuem para distinguir as empresas face aos seus resultados futuros. A distribuição de dividendos, segundo os autores, tende a não constituir um meio de sinalização fidedigno por duas razões fundamentais: (i) é sujeita a enviesamentos por parte dos administradores, nomeadamente quando as oportunidades de crescimento da empresa são fracas e (ii) o compromisso que o acréscimo da distribuição de dividendos representa para os administradores, ao restringir a sua predisposição para a adopção de tal comportamento, enfraquece a credibilidade do sinal transmitido ao mercado pelo acréscimo dos dividendos.

Em concordância com as conclusões do trabalho de DeAngelo *et al.* (1996) — o mesmo é dizer, contrariando a hipótese do conteúdo informativo dos acréscimos dos dividendos relativamente à variação, no mesmo sentido, dos resultados futuros —, Penman e Sougiannis (1997) obtiveram evidência empírica onde se documenta que o acréscimo dos dividendos presentes implica um decréscimo dos resultados futuros⁽²⁶¹⁾. Para os resultados encontrados os autores apontaram duas razões fundamentais. A primeira, reside no facto de o acréscimo dos dividendos diminuir o valor actual dos resultados futuros (*displacement effect*) e, a segunda, é a de que o acréscimo dos dividendos pode resultar das limitadas oportunidades de crescimento da empresa ou da não necessidade de manter uma margem financeira de segurança (*financial slack*).

⁽²⁶¹⁾ Mais recentemente, Fukuda (2000) obteve uma conclusão similar ao estudar a relação entre as alterações dos dividendos e os resultados passados e futuros de uma amostra de empresas japonesas. Em particular, ao testar a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, com base numa amostra de 348 alterações dos dividendos (132 acréscimos; 54 iniciações; 91 decréscimos e 71 omissões), ocorridas entre 1990 e 1994, o autor concluiu que o acréscimo dos dividendos é precedido pelo acréscimo dos resultados e sucedido pelo seu declínio. Em sentido contrário, o decréscimo e as omissões dos dividendos são precedidos pelo decréscimo dos resultados e sucedidos pelo seu acréscimo.

Na linha dos trabalhos de DeAngelo *et al.* (1996) e Penman e Sougiannis (1997), Mozes e Rapaccioli (1998), como é realçado pelos próprios, fornecem evidência para uma relação mais complexa entre as alterações dos dividendos e dos resultados do que aquela que é assumida naqueles estudos. Recorrendo a um modelo de regressão logístico, estimado com base em dados recolhidos entre 1980 e 1990 de uma amostra de 681 empresas norte-americanas, os autores constataram que o decréscimo dos resultados futuros se encontra associado aos acréscimos de elevada monta dos dividendos, enquanto que o acréscimo dos resultados futuros se encontra associado aos acréscimos de pequeno montante dos dividendos. Paralelamente, constataram ainda que, ao contrário do que acontece com o decréscimo dos dividendos de elevado montante, os pequenos decréscimos dos dividendos não fornecem um sinal negativo ao mercado relativamente aos resultados futuros da empresa. Em face destes resultados os autores concluem que «... the signal provided by dividend changes for future earnings is not a simple positive and linear extrapolation from the dividend change to future earnings changes» (p. 37). Neste mesmo sentido, Tse (2002), ao discutir a extensão com que os investidores podem prever os resultados futuros da empresa com base na política de dividendos corrente, concluiu que não é claro que as alterações dos dividendos funcionem, na prática, como um mecanismo de sinalização linear, pois parecem funcionar de forma assimétrica. Em geral, a sinalização por dividendos é mais relevante quando os resultados decrescem do que quando crescem.

Benartzi *et al.* (1997), ao estudarem a relação entre as alterações dos dividendos (acréscimos e decréscimos) e os resultados futuros de uma amostra de 1.025 empresas norte-americanas, ao longo do período compreendido entre 1979 e 1991, além de observarem uma variação anormal de 0,81% (-2,53%) na cotação das acções nos dois dias à volta da data do anúncio do acréscimo (decrécimo) dos dividendos, constataram que: (i) as empresas que aumentaram os dividendos no ano 0 tinham registado um crescimento

significativo dos resultados nos anos -1 e 0 , não se tendo observado, no entanto, um crescimento inesperado dos resultados dessas empresas nos anos subsequentes e (ii) as empresas que procederam a cortes nos dividendos no período 0 tinham registado uma redução dos seus resultados nos períodos -1 e 0 , tendo essas mesmas empresas registado um crescimento significativo dos seus resultados no período 1 . Em face destes resultados os autores concluíram que, apesar da cotação das acções reagir favoravelmente (desfavoravelmente) face ao acréscimo (decrécimo) dos dividendos, as alterações destes não parecem possuir um conteúdo informativo acerca dos resultados futuros da empresa.

Apesar da abundância dos estudos relativos à reacção da cotação das acções das empresas face ao anúncio da alteração da sua política de dividendos (vide subsecção anterior) e dos que se concentram no estudo da relação entre esse evento e a performance da empresa, poucos deles olham para aquelas relações no médio e longo prazos. Com o intuito de colmatar esta lacuna, Gunasekarage e Power (2002) analisaram: (i) o comportamento da cotação das acções de uma amostra de empresas do Reino Unido, que durante o período 1989-1993 anunciaram alterações nos seus dividendos⁽²⁶²⁾, em três momentos distintos: um ano antes do anúncio, um trimestre antes do anúncio e no período à volta da data do anúncio, (ii) bem como a performance financeira daquelas empresas no ano do anúncio e nos cinco anos subsequentes⁽²⁶³⁾. Os resultados obtidos, apesar de evidenciarem uma associação positiva entre a alteração ocorrida nos dividendos e a reacção da cotação das acções à volta da data do anúncio de tal alteração, bem como entre a alteração dos dividendos e a performance financeira da empresa

⁽²⁶²⁾ No Reino Unido, por imposição legal, os anúncios dos dividendos e dos resultados ocorrem simultaneamente. Esta coincidência temporal, como é reconhecido pelos autores, ao mesmo tempo que impossibilita a separação dos efeitos dos dois anúncios, proporciona uma oportunidade única para incorporar na análise os efeitos da interacção dos dois sinais.

⁽²⁶³⁾ Para avaliar a performance financeira da empresa, os autores utilizaram indicadores de rentabilidade, actividade, solvabilidade e liquidez.

registada no ano do anúncio — o que é consistente com a hipótese do efeito sinalizador dos dividendos —, revelaram, também, que as empresas que anunciaram uma redução dos dividendos e dos resultados (isto é, aquelas que os autores designaram por «*bad news companies*») apresentaram, a longo prazo, uma melhor performance financeira quando comparadas com aquelas que cresceram os seus dividendos. Em face destes resultados os autores concluíram: «overall, on the basis of the evidence provide in this study, the validity of the dividend-signalling hypothesis is called into question» (p. 148).

Um outro grupo de estudos, contemporâneos daqueles que têm colocado em questão a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, ao estudarem a relação entre as alterações não antecipadas ocorridas nos dividendos e os resultados futuros da empresa, têm sido conduzidos a resultados empíricos na linha da mesma hipótese. Neste grupo, para além dos estudos pioneiros de Laub (1976), Brickley (1983) e Healey e Palepu (1988) — a que já nos referimos atrás — são de destacar, ainda, os trabalhos de Kao e Wu (1994a, 1994b), onde se encontra evidência marginal para o conteúdo informativo dos dividendos, e de Bernheim e Wantz (1995), em que se obtêm resultados que suportam a hipótese de sinalização em detrimento das explicações baseadas nos custos de agência para a distribuição de dividendos⁽²⁶⁴⁾. Mais recentemente, Lipson *et al.* (1998), ao analisarem a performance de uma amostra de 114 empresas norte-americanas que dispersaram o seu capital, observaram que aquelas que, simultaneamente, iniciaram uma política de distribuição de dividendos apresentaram um desempenho — avaliado pelos

⁽²⁶⁴⁾ Neste mesmo sentido, Zeng (2003) ao colocar em confronto as teorias baseadas em motivos fiscais, custos de agência e de sinalização para explicar a política de dividendos, concluiu, tendo por base uma amostra de 313 empresas canadianas e o período compreendido entre 1984 e 1988, que a política de dividendos seguida pelas empresas revela preocupações de sinalização das suas perspectivas futuras e, simultaneamente, com a redução dos custos de agência do capital próprio. A hipótese dos efeitos fiscais, apesar de não ser afastada, não obtém um suporte empírico claro no caso das empresas estudadas.

resultados obtidos — superior nos períodos subsequentes. De forma mais precisa, o acréscimo dos resultados nos períodos posteriores, bem como a surpresa que o mesmo representa aos olhos dos investidores, é mais favorável no caso das empresas que iniciaram a distribuição de dividendos. Segundo os autores, estes resultados são indicativos de que a distribuição de dividendos sinaliza ao mercado a performance futura da empresa.

Brook *et al.* (1998) analisaram, também, o efeito sinalizador dos dividendos, concentrando a sua atenção no estudo da relação entre as alterações não antecipadas dos dividendos e os *cash-flows* subsequentes. Face aos seus objectivos, focaram a sua análise no estudo do comportamento dos dividendos das empresas que experimentaram um salto significativo dos seus *cash-flows* nos momentos anteriores a essa alteração, com o intuito de explorarem a extensão com que o uso dos dividendos sinaliza a perspectiva dos *insiders* relativa à iminente alteração. Com este propósito, os autores compararam a política de dividendos de dois grupos de empresas extremos (um constituído por 101 empresas com um *cash-flow* permanentemente elevado e estável nos quatro anos anteriores àquele em que registaram um acréscimo significativo do mesmo e outro constituído por 45 empresas com acréscimo apenas temporário do *cash-flow*) com um grupo de controlo (constituído por 34 empresas que registaram um *cash-flow* sem alterações dignas de registo durante o período do estudo). Os resultados obtidos, na linha do efeito sinalizador dos dividendos, evidenciaram que apenas as empresas com um *cash-flow* permanentemente elevado tendem a aumentar os seus dividendos antes do seu *cash-flow* ter registado um acréscimo significativo. Em particular, no ano anterior a este acréscimo, as empresas daquele grupo aumentaram mais os seus dividendos quando comparadas, quer com as do grupo de controlo, quer com aquelas que apenas registaram um *cash-flow* temporariamente elevado. Este resultado, quando conjugado com a relação positiva também encontrada entre as alterações dos dividendos e a valorização das acções da empresa, como é reconhecido

pelos autores, suporta a hipótese de que as alterações nos dividendos são utilizadas pelos *insiders* para veicularem a informação positiva que possuem acerca dos níveis de *cash-flows* permanentes futuros. Porém, ao constatarem que as alterações dos dividendos tendem a ser mais pequenas do que as registadas nos *cash-flows* e do que as alterações subsequentes observadas nos dividendos, os autores concluíram que «... corporate dividend policy is not primarily motivated by the need to signal to private information» (p. 47).

Charitou (2000) e Arnott e Asness (2003), ao analisarem a relação existente entre as alterações dos dividendos e os resultados/*cash-flows* passados e futuros de uma amostra de 529 empresas japonesas, ao longo do período compreendido entre 1984 e 1995 — primeiro estudo — e, entre o *dividend payout ratio* agregado das empresas constantes no índice S&P 500 e o crescimento agregado real dos seus resultados, ao longo do período compreendido entre 1871 e 2001 — segundo trabalho —, também obtiveram resultados que corroboram a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos. No caso do primeiro estudo, os resultados obtidos, para além de evidenciarem que as alterações na distribuição de dividendos se encontram associadas aos resultados e aos *cash-flows* observados no passado, revelaram «that the dividend reduction and cash flow variables are significantly positively related to future earnings» (p. 222). Neste mesmo sentido, Arnott e Asness obtiveram uma relação positiva, estatisticamente significativa, entre o *dividend payout ratio* e o crescimento subsequente (5 e 10 anos após) dos resultados reais das empresas analisadas, quer considerando a globalidade do período do estudo, quer quando este foi dividido em vários subperíodos (1871-1945; 1946-2001). Esta conclusão encontra-se na linha das teorias de sinalização pelos dividendos e contradiz a ideia frequentemente divulgada de que a retenção de resultados (baixo *dividend payout ratio*) para reinvestimento contribui para o crescimento futuro dos resultados (ex. Penman e Sougiannis, 1997).

Realçando que grande parte da controvérsia relativa ao conteúdo informativo dos dividendos, no que se refere aos resultados futuros da empresa — bem patente, aliás, nos estudos a que nos referimos —, se deve à estimação dos resultados permanentes futuros, Garrett e Priestley (2000) propuseram um método para extrair um estimador para esses resultados de uma série de resultados observados. Esse método procura extrair a série dos resultados permanentes da série dos resultados observados, decompondo esta última em duas componentes: componente permanente (a que possui efeitos potenciais de sinalização) e componente transitória (*noise component*).

Depois de estimarem a componente permanente dos resultados, os autores, ao introduzirem no modelo original de Lintner (1956) os custos de ajustamento em que os administradores incorrem ao convergirem para o *dividend payout ratio* objectivo, derivaram o seguinte modelo, para explicarem o comportamento dos dividendos agregados:

$$\Delta d_t = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta p_{t-1} + \gamma_2 \Delta e_t^* + \gamma_3 (d_{t-1} - \pi_1 p_{t-2} - \pi_2 e_{t-1}^*) + \varepsilon_t \quad (7.10)$$

onde, d_t e d_{t-1} representam os dividendos observados nos momentos t e $t-1$, respectivamente, p_{t-1} e p_{t-2} a cotação dos títulos no momento $t-1$ e $t-2$, e_t^* a componente permanente dos resultados, γ_0 , γ_1 , γ_2 e γ_3 os parâmetros do modelo e ε_t o termo residual do modelo.

À luz do modelo proposto, os dividendos objectivo são uma função da cotação desfasada dos títulos e dos resultados permanentes. Os resultados obtidos na estimação de diversas versões desse mesmo modelo, ao longo de vários períodos de tempo, forneceram, nas palavras dos autores, uma «exceptional description of aggregate dividends» (p. 186). Os dividendos, apesar de não sinalizarem os níveis dos resultados futuros da empresa, veiculam informação acerca dos resultados permanentes não esperados. Paralelamente, sugerem que apenas as variações positivas dos resultados permanentes não esperados afectam os dividendos correntes. Em particu-

lar, indicam que um acréscimo não esperado dos resultados permanentes provoca um acréscimo nos dividendos de, aproximadamente, 30% desses resultados.

Na mesma linha, Nissim e Ziv (2001) analisaram a relação entre as alterações dos dividendos e a rendibilidade futura das empresas em que ocorreram tais alterações, considerando diferentes formas de aferir essa mesma rendibilidade. Recorrendo a uma amostra de 100.666 observações trimestrais de dividendos (811 decréscimos de dividendos, 13.221 acréscimos e 86.634 observações onde se não registou qualquer alteração), anunciados pelas empresas não financeiras cotadas na NYSE ou AMEX, entre o início do segundo trimestre de 1963 e o final do último trimestre de 1998, os autores começaram por assumir, na linha de muitos dos estudos anteriores (ex. Benartzi *et al.*, 1997), que os resultados seguem um caminho aleatório com tendência e determinaram a alteração não antecipada dos resultados, extraindo a tendência, previamente estimada, aos resultados observados. De seguida analisaram a relação entre as alterações dos dividendos e os resultados futuros, concluindo, na linha do estudo de Benartzi *et al.* (1997), pela não existência de qualquer associação entre ambas as variáveis. Numa segunda etapa, modificaram o modelo de regressão considerado na fase anterior para assim incluírem na análise dois aspectos relacionados com a estimação dos resultados não antecipados: erro de medida e variáveis omitidas com capacidade de previsão da variação dos resultados (ex. quociente entre os resultados do momento $t-1$ e o valor contabilístico do capital próprio). Os resultados obtidos na estimação do modelo modificado revelaram, sem ambiguidade, que as alterações dos dividendos se encontram positivamente relacionadas com as alterações dos resultados ocorridas nos dois anos subsequentes.

Na linha dos estudos anteriores, embora seguindo um caminho diferente, Ho e Wu (2001) realçam que um dos enviesamentos frequentemente encontrado nos estudos empíricos, em que se procura testar a hipótese de

sinalização por dividendos com base numa metodologia assente na análise de regressões, reside no facto de aqueles incluírem na amostra apenas as empresas sobreviventes durante um largo período de tempo, ao contrário do que acontece nos estudos empíricos assentes numa metodologia de «estudo de eventos». Estes últimos, ao terem em conta um horizonte temporal bastante mais curto, possuem uma menor probabilidade de serem afectados por aquele problema (designado pelos autores por «*survivorship problem*»). Suspeitando ser esta uma das razões para a discrepância dos resultados a que a investigação empírica tem vindo a ser conduzida, os autores, na linha do estudo anterior de Goetzmann e Jorion (1995)⁽²⁶⁵⁾, analisaram o efeito do «*survivorship problem*» na inferência dos resultados da empresa face a uma alteração dos seus dividendos. Para o efeito recorreram a uma amostra de empresas norte-americanas, 120 que anunciaram a iniciação de dividendos e 234 que anunciaram a sua suspensão, recolhida ao longo do período compreendido entre 1964 e 1995, onde se incluem empresas que deixaram de estar cotadas por várias razões (fusão, aquisição, reorganização e falência), para se considerar, explicitamente na análise, o problema da sobrevivência da empresa.

A análise dos resultados obtidos começou por evidenciar que, na grande maioria dos casos, a alteração ocorrida na política de dividendos se encontra positivamente relacionada com as alterações registadas nos resultados presentes e passados, isto é, a iniciação (suspensão) dos dividendos é frequentemente precedida pelo acréscimo (decrécimo) dos resultados correntes e passados. Excluídas da amostra as empresas que deixaram de estar cotadas, os autores constataram que aquela relação se tornou mais forte, o que os levou a concluir que o «*survivorship problem*» não afecta

⁽²⁶⁵⁾ Estudo em que se explora a capacidade dos *dividend yields* constituírem um meio de previsão da rendibilidade futura das acções, utilizando dados agregados referentes ao mercado dos Estados Unidos e do Reino Unido, e em que se introduz as implicações do «*survivorship problem*» na inferência. Conclui, através dos resultados das simulações efectuadas, que aquele problema pode enviesar seriamente os resultados obtidos.

o sentido da relação observada entre a alteração ocorrida na política de dividendos e as alterações registadas nos resultados presentes e passados; quando muito enfraquece-a. Paralelamente, constataram que os resultados não registaram um acréscimo significativo nos períodos subsequentes à iniciação dos dividendos, observando-se mesmo um decréscimo em alguns anos. Esta evidência é interpretada pelos autores como indicativa de que o «*survivorship problem*» tende a enviesar a inferência dos resultados esperados no futuro, com base no sinal fornecido pela alteração observada nos dividendos presentes.

7.3.3. Outros testes empíricos

Embora a grande maioria dos trabalhos que têm sido desenvolvidos com o intuito de testar a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos — enquanto determinante do processo de tomada de decisão em matéria de distribuição de resultados *versus* a sua retenção —, se centre no estudo do comportamento da cotação das acções à volta da data do anúncio da alteração dos dividendos, bem como no efeito de tal alteração na performance futura da empresa, não esgota o esforço que tem sido desenvolvido neste domínio. Outras linhas de investigação têm testado, igualmente, a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, através do estudo⁽²⁶⁶⁾: (i) do padrão do volume de transacções à volta da data do anúncio da alteração dos dividendos (Richardson *et al.*, 1986); (ii) da revisão das previsões dos analistas financeiros (Ofer e Siegel, 1987; Lang e Litzenberger, 1989; Carroll, 1995; Denis *et al.*, 1994 e Gombola e Liu, 1999); (iii) da alteração do risco dos títulos, perceptível pelos investidores, face ao anúncio da alteração dos dividendos (Venkatesh, 1989; Dyl e Weigand, 1998 e Grullon *et al.*, 2002)

⁽²⁶⁶⁾ Apenas nos referimos às linhas de investigação mais populares, não se tendo, portanto, a pretensão de listar aqui todo o esforço que tem sido desenvolvido neste domínio.

e (iv) do «insider trading» à volta da data do anúncio da alteração dos dividendos (Born, 1988; Oppenheimer e Dielman, 1988; John e Mishra, 1990 e John e Lang, 1991).

Não cabendo aqui uma revisão exaustiva de todos os trabalhos que se têm centrado em torno de cada uma das linhas de investigação apontadas, concentrar-nos-emos apenas nos traços fundamentais daqueles que têm constituído pontos de referência. No que respeita a (i), embora o volume anormal de transacções frequentemente observado à volta da data em que as empresas anunciam a distribuição de dividendos seja, com frequência, atribuído ao fenómeno das «clientelas fiscais» (vide, capítulo 5, subsecção 5.4.2), não falta quem o atribua também à informação que os dividendos veiculam aos investidores (ex. Richardson *et al.*, 1986)⁽²⁶⁷⁾.

Concentrando a sua análise no estudo da revisão das previsões dos analistas financeiros face ao anúncio da distribuição de dividendos não antecipados, Ofer e Siegel (1987) e Carroll (1995) apresentaram evidência empírica onde se sugere que os analistas financeiros revêem as previsões dos resultados futuros da empresa em face da informação que lhes é transmitida pelas alterações inesperadas dos dividendos. Em particular, segundo os resultados obtidos por aqueles estudos, a revisão das previsões dos analistas encontra-se positivamente relacionada com a dimensão das alterações inesperadas dos dividendos. Esta evidência foi contestada por Lang e Litzenberger (1989), ao não encontrarem qualquer relação sistemática entre ambos os eventos, e mais tarde novamente apoiada por Denis *et al.* (1994) e Gombola e Liu (1999).

⁽²⁶⁷⁾ Neste mesmo sentido, Gajewski (1999) e Lobo e Tung (1997), ao analisarem o volume de transacções nas bolsas de Paris e Nova Iorque (NYSE e AMEX), respectivamente, à volta da data em que as empresas anunciaram os seus resultados, concluíram que o volume de transacções anormalmente alto observado à volta daquela data se deve, para além de outros factores, ao conteúdo informativo de tais anúncios. O trabalho de Lobo e Tung evidencia mesmo que o volume de transacções à volta da data em que as empresas anunciam os seus resultados trimestrais se encontra associado ao grau das assimetrias de informação existentes, relativo a cada uma dessas empresas.

Uma outra linha de investigação tem procurado analisar a relação entre as alterações dos dividendos e do risco sistemático da empresa, tendo como objectivo perceber a informação que é transmitida ao mercado por tais alterações. Neste sentido, Venkatesh (1989), recorrendo a uma amostra de 72 iniciações de dividendos, sustenta que o risco idiosincrático (risco que é perceptível pelos investidores — *idiosyncratic risk*) das empresas diminui com a distribuição de dividendos. Este resultado é corroborado por Dyl e Weigand (1998), ao estudarem o efeito da iniciação dos dividendos no risco dos títulos, e mais tarde por Grullon *et al.* (2002), ao concentrarem a sua análise nas alterações significativas (acréscimos e decréscimos) dos dividendos regulares de uma amostra de empresas cotadas na NYSE ou na AMEX, durante o período compreendido entre 1967 e 1993. No primeiro trabalho observaram uma redução do risco das acções das empresas que iniciaram uma política de distribuição de resultados pela via dos dividendos: a variância baixou de 0,001329 para 0,001138 e o beta de 1,397 para 1,218. No segundo é evidenciado que o decréscimo do risco da empresa, associado ao acréscimo dos seus dividendos, se manifestou, não apenas através da redução do risco sistemático das suas acções, mas também por virtude do melhoramento dos seus rácios de endividamento. Paralelamente, os seus resultados — ao evidenciarem que a reacção positiva inicial observada na cotação das acções, face ao anúncio do acréscimo dos dividendos, se encontra fortemente associada ao declínio do risco subsequente a tal anúncio — sugerem que o anúncio da alteração da política de dividendos da empresa é interpretado pelo mercado como indicativo de alterações do seu risco nos períodos subsequentes.

Por fim, é ainda devida uma referência breve aos estudos que têm incorporado nos modelos de sinalização por dividendos a possibilidade de os administradores comprarem e venderem títulos à volta da data em que as empresas que representam procedem ao anúncio da alteração dos seus dividendos regulares ou à sua iniciação. Neste domínio Born (1988), recor-

rendo a uma amostra de 192 empresas norte-americanas, que ao longo do período compreendido entre 1972 e 1993 procederam ao início da distribuição de dividendos, documentou que a reacção do mercado, face ao sinal que lhe é transmitido pela iniciação da distribuição de dividendos, se encontra fortemente condicionada pelas restrições ao *insider trading* e pela posição dos administradores no capital da empresa. Em particular, de acordo com os seus resultados, a resposta do mercado face ao sinal que lhe é transmitido pela iniciação da distribuição de dividendos encontra-se positivamente relacionada com a extensão das restrições existentes à alteração da posição dos administradores no capital da empresa, em virtude da probabilidade de comportamentos oportunistas por parte destes. Porém, Oppenheimer e Dielman (1988) concluíram que não é claro que os *insiders* usem sempre a informação privilegiada que possuem para efectuarem transacções em proveito próprio.

Mais recentemente, a modelização iniciada por John e Mishra (1990) e retomada por John e Lang (1991), ao incluir nos modelos de sinalização por dividendos a possibilidade de transacção de títulos da empresa por parte dos seus administradores, permite concluir que a extensão com que estas operações podem ser levadas a cabo, e o seu conhecimento por parte dos investidores, constitui uma componente importante do conjunto dos sinais (onde se incluem os dividendos) que podem ser usados pelos *insiders* para transmitirem ao mercado os suplementos de informação que possuem. Em particular, John e Mishra, apesar de não se referirem em concreto aos dividendos, concluíram que o efeito do anúncio de operações de capital é positivo (negativo) quando acompanhado pela compra (venda) de títulos por parte dos *insiders*. Neste mesmo sentido, John e Lang obtiveram evidência empírica em que se documenta que a iniciação de dividendos nem sempre é interpretada pelo mercado como uma boa notícia. De acordo com os seus resultados, a interpretação do sinal, para além de ter em conta as oportunidades de crescimento da empresa em questão, não deve esquecer

outras dimensões, como por exemplo as transacções de títulos por parte dos administradores à volta da data em que é anunciada a decisão. O anúncio da iniciação dos dividendos possui efeitos diferentes, consoante é acompanhado pela compra ou venda de títulos por parte dos *insiders*: é positivo no primeiro caso e negativo no segundo.

7.4. Conclusão

Num mercado caracterizado por assimetrias de informação entre *insiders* e *outsiders*, acerca da situação presente da empresa e das suas perspectivas futuras, a política de dividendos, ou mais precisamente a sua variação, constitui um dos veículos de sinalização que pode ser usado pelos administradores para transmitirem ao mercado os suplementos de informação que possuem. Tendo em conta este facto, a literatura existente, ao mesmo tempo que tem procurado modelizar o efeito sinalizador das alterações dos dividendos — e, assim, fornecer uma nova explicação para a distribuição de resultados pela via dos dividendos —, tem explorado, igualmente, o papel das assimetrias de informação na compreensão de algumas das regularidades vulgarmente observadas na prática em matéria de distribuição de resultados, de que são exemplo: (i) a preferência das empresas pelos dividendos relativamente à recompra de acções próprias, apesar da penalização fiscal a que os mesmos estão sujeitos na grande maioria dos sistemas fiscais e (ii) a preocupação manifestada pelas empresas em manterem uma política de dividendos estável.

Este tipo de modelização possui um traço comum: as alterações dos dividendos constituem um sinal credível, aos olhos dos investidores, dos suplementos de informação que os administradores possuem por virtude dos custos directos e indirectos que lhes estão associados. A existência destes custos (recorde-se, diferencial de tributação em sede de imposto sobre o

rendimento das pessoas singulares a que os dividendos estão sujeitos relativamente às mais-valias de acções, encargos suportados com a emissão de fontes de financiamento externo para compensar a perda de autofinanciamento associada à distribuição de dividendos, custos de sub-investimento, etc.) leva os investidores a acreditar que os administradores das empresas com fracas perspectivas futuras não imitam os das empresas de melhor qualidade. Neste sentido, os modelos de sinalização por dividendos que têm sido desenvolvidos (ex. Bhattacharya, 1979; John e Williams, 1985 e Miller e Rock, 1985 — referindo-nos apenas aos pioneiros), têm demonstrado a existência de uma situação de equilíbrio de sinalização onde as empresas de melhor qualidade distribuem um dividendo superior. Modelização mais recente (ex. Ambarish *et al.*, 1987; Brick *et al.*, 1998 e Luo *et al.*, 2002), apesar de não negligenciar o efeito sinalizador dos dividendos e o seu conteúdo informativo, propõe que os mesmos sejam conjugados com outros mecanismos de sinalização — de que são exemplo, o investimento, o endividamento e a emissão de novas acções — para veicularem ao mercado os suplementos de informação privilegiada que possuem, ao menor custo.

De acordo com os modelos de sinalização por dividendos, as iniciações e omissões de dividendos, bem como as alterações dos dividendos regulares (acréscimos e decréscimos) não antecipadas, possuem implicações empíricas importantes. Entre essas são de destacar: (i) a alteração na cotação das acções, à volta da data em que a sociedade emitente anuncia uma alteração não antecipada da sua política de dividendos, no mesmo sentido da verificada na sua política de dividendos, motivada pela reavaliação que os investidores fazem dos títulos em apreço e (ii) a alteração dos dividendos deve ser seguida por uma alteração de sentido idêntico dos resultados presentes e futuros.

A investigação empírica que tem sido desenvolvida no contexto de diferentes mercados financeiros tem revelado, no geral, que a cotação das acções reage favoravelmente (desfavoravelmente) face ao anúncio do acréscimo

(decréscimo) dos dividendos, ao mesmo tempo que tem evidenciado que a reacção é maior face ao anúncio da alteração dos dividendos regulares do que da dos dividendos especiais. Como concluíram DeAngelo *et al.* (2000), o anúncio dos dividendos especiais, apesar de constituir uma boa notícia para o mercado, veicula uma informação relativamente pequena. Paralelamente, a investigação empírica que se tem concentrado no estudo do efeito dos anúncios da iniciação e da omissão de dividendos sobre a cotação das acções, tem evidenciado que esta categoria de eventos possui um conteúdo informativo específico. Em particular, as omissões de dividendos, como evidenciaram Ghosh e Woolridge (1991), apesar de veicularem informação negativa ao mercado, tendem a possuir um menor efeito na cotação das acções à medida que a sua frequência aumenta.

A investigação empírica que se tem concentrado no teste do efeito sinalizador dos dividendos e do seu conteúdo informativo, ao mesmo tempo que reconhece a dificuldade em separar tais efeitos na cotação das acções daqueles que são defendidos pela teoria de agência, tem procurado obter suporte para a teoria do sinal através da análise da relação existente entre as alterações dos dividendos e os resultados/*cash-flows* futuros. Porém, aqui, os resultados a que os diferentes estudos têm sido conduzidos têm-se mostrado contraditórios. Enquanto que trabalhos como os de Laub (1976), Healey e Palepu (1988), Lipson *et al.* (1998), Brook *et al.* (1998), Charitou (2000), Nissim e Ziv (2001) e Arnott e Asness (2003) documentam uma relação positiva entre ambas as variáveis, outros — como os de Watts (1973), DeAngelo *et al.* (1996), Benartzi *et al.* (1997), Penman e Sougiannis (1997), Fukuda (2000), Ho e Wu (2001) e Gunasekarage e Power (2002) — obtiveram resultados que não corroboram a relação positiva entre as alterações não antecipadas dos dividendos presentes e os resultados futuros.

Por fim, é ainda de realçar que as duas linhas de abordagem empírica a que acima fizemos referência, embora sejam aquelas que têm granjeado um maior número de adeptos, não esgotam o esforço que tem sido feito neste

domínio. Outras linhas de investigação têm-se concentrado na análise do volume de transacções dos títulos, nas alterações das previsões dos analistas financeiros, nas operações de «*insider trading*» e na alteração do risco dos títulos perceptível pelos investidores, à volta da data do anúncio da alteração dos dividendos, com o intuito de testarem a hipótese do conteúdo informativo de tais alterações. Todavia, mais uma vez, os resultados a que os diferentes trabalhos têm vindo a ser conduzidos mostram-se divergentes em alguns pontos.

(Página deixada propositadamente em branco)

BIBLIOGRAFIA

- Abrutyn, S. e Turner, R. W. (1990), «Taxes and Firms' Dividend Policies: Survey Results», *National Tax Journal*, 43 (4), pp. 491-496.
- Adedeji, A. (1998), «Does the Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Payout Ratios of Firms in the UK?», *Journal of Business Finance & Accounting*, 25 (9/10), pp. 1127-1155.
- Aggarwal, R. e Baliga, G. (1987), «Capital Structure Among Latin American Companies», *Managerial Finance*, 13 (1), pp. 3-11.
- Aggarwal, R. K. e Samwick, A. A. (2003), «Why Do Managers Diversify their Firms? Agency Reconsidered», *The Journal of Finance*, 58 (1), pp. 71-118.
- Agrawal, A. e Jayaraman, N. (1994), «The Dividend Policies of All-Equity Firms, a Direct Test of the Free Cash Flow Theory», *Managerial and Decision Economics*, 15 (2), pp. 139-148.
- Agrawal, A. e Knoeber, C. R. (1996), «Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), pp. 377-397.
- Agrawal, A. e Nagarajan, N. J. (1990), «Corporate Capital Structure, Agency Costs and Ownership Control, the Case of All Equity Firms», *The Journal of Finance*, 45 (4), pp. 1325-1331.
- Aharony, J. e Swary, I. (1980), «Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Returns: An Empirical Analysis», *The Journal of Finance*, 35 (1), pp. 1-12.
- Albouy, M. e Dumontier, P. (1992), «*La Politique de Dividende des Entreprises*», Presses Universitaires de France, Paris.
- Allen, D. E. (1993), «The Pecking Order Hypothesis: Australian Evidence», *Applied Financial Economics*, 3 (2), pp. 101-112.
- Allen, D. E. e Mizuno, H. (1989), «The Determinants of Corporate Capital Structure: Japanese Evidence», *Applied Economics*, 21 (5), pp. 569-585.
- Allen, F.; Bernardo, A. E. e Welch, I. (2000), «A Theory of Dividends Based on Taxes Clienteles», *The Journal of Finance*, 55 (6), pp. 2499-2536.
- Alli, K. L.; Khan, A. Q. e Ramirez, G. G. (1993), «Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis», *The Financial Review*, 28 (4), pp. 523-547.
- Alltizer, R. L. e Hamill, J. R. (1999), «The Effects of Tax Rates and Dividend Payouts on Common Stock Returns», *American Business Review*, 17 (2), pp. 24-33.
- Alonso, E. D. M. (2000), «The Effect of Firm Diversification on Capital Structure: Evidence From Spanish Firms», Working Paper (Disponível em <http://papers.ssrn.com>).
- Altman, E. I. (1968), «Financial Ratios, Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy», *The Journal of Finance*, 23, pp. 589-609.
- Altman, E. I. (1984), «A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question», *The Journal of Finance*, 39 (4), pp. 1067-1089.

- Altman, E. I.; Haldeman, R. G. e Narayanan, P. (1977), «Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporation», *Journal of Banking and Finance*, Junho, pp. 29-54.
- Ambarish, R.; John, K. e Williams, J. (1987), «Efficient Signalling with Dividends and Investment», *The Journal of Finance*, 42 (2), pp. 321-343.
- Ambrose, B. W. e Megginson, W. L. (1992), «The Role of Asset Structure, Ownership Structure, and Takeovers Defenses in Determining Acquisition Likelihood», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27 (4), pp. 575-589.
- Amihud, Y. e Murgia, M. (1997), «Dividends, Taxes and Signalling: Evidence from Germany», *The Journal of Finance*, 52 (1), pp. 397-408.
- Anderson, C. W. e Makhija, A. K. (1999), «Deregulation, Disintermediation, and Agency Costs of Debt: Evidence from Japan», *Journal of Financial Economics*, 51 (2), pp. 309-339.
- Andrade, G. e Kaplan, S. N. (1998), «How Costly is Financial (no Economic) Distress? Evidence from Highly Levered Transactions that Became Distressed», *The Journal of Finance*, 53 (5), pp. 1443-1493.
- Ang, J. S. (1991), «Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management», *Journal of Small Business Finance*, 1 (1), pp. 1-13.
- Ang, J. S.; Chua, J. H. e Macconell, J. J. (1982), «The Administrative Cost of Corporate Bankruptcy: A Note», *The Journal of Finance*, 37 (1), pp. 219-226.
- Ang, J. S.; Cole, R. A. e Lin, J. W. (2000), «Agency Costs and Ownership Structure», *The Journal of Finance*, 55 (1), pp. 81-106.
- Arnott, R. D. e Asness, C. S. (2003), «Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth», *Financial Analysts Journal*, 59 (1), pp. 70-87.
- Asquith, P. e Krasker, W. S. (1985), «Changes in Dividend Policy, and Stock Trading Volume», Working Paper, Harvard Business School.
- Asquith, P. e Mullins, D. Jr. (1983), «The Impact of Initiating Payments on Shareholders' Wealth», *The Journal of Business*, 56 (1), pp. 77-96.
- Asquith, P. e Mullins, D. W. (1986), «Equity Issues and Offering Dilution», *Journal of Financial Economics*, 15 (1/2), pp. 61-89.
- Attaway, M. C. (2000), «A Study of the Relationship Between Company Performance and CEO Compensation», *American Business Review*, 18 (1), pp. 77-85.
- Auerbach, A. J. (1985), «Real Determinants of Corporate Leverage», in *Corporate Capital Structures in the United States*, ed. de Friedman, B., University of Chicago Press, pp. 301-322.
- Augusto, M. A. G. (1996), «Determinantes da Estrutura do Capital das Empresas da Indústria Transformadora Portuguesa», Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- Augusto, M. G.; Gomes, C. F.; Lisboa, J. V. e Yasin, M. M. (2002), «Capital Structure of Portuguese Firms: Strategy, Tactics and Culture», *Journal of Global Business*, 13 (25), pp. 17-26.
- Ayers, B. C.; Cloyd, C. B. e Robinson, J. R. (2002), «The Effect of Shareholder-Level Dividend Taxes on Stock Prices: Evidence from the Revenue Reconciliation Act of 1993», *The Accounting Review*, 77 (4), pp. 933-947.
- Babu, S. e Jain, P. K. (1998), «Empirical Testing of Pecking Order Hypothesis with References to Capital Structure Practices in India», *Journal of Financial Management & Analysis*, 11 (2), pp. 63-74.
- Bagwell, L. e Shoven, J. (1989), «Cash Distributions to Shareholders», *Journal of Economics Perspectives*, 3, pp. 129-140.

- Baker, G.; Gibbons, R. e Murphy, K. J. (2002), «Relational Contracts and the Theory of the Firm», *The Quarterly Journal of Economics*, 117 (1), pp. 39-84.
- Baker, H. K. e Powell, G. E. (1999), «How Corporate Managers View Dividend Policy», *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28 (2), pp. 17-35.
- Baker, H. K.; Farrelly, G. E. e Edelman, R. B. (1985), «A Survey of Management Views on Dividend Policy», *Financial Management*, 14 (3), pp. 78-84.
- Baker, H. K.; Powell, G. E. e Veit, E. T. (2002), «Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy», *Journal of Economics and Finance*, 26 (3), pp. 267-283.
- Balakrishnan, S. e Fox, I. (1993), «Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure», *Strategic Management Journal*, 14 (1), pp. 3-16.
- Bali, R. e Hite, G. (1998), «Ex-Dividend Day Stock Price Behavior: Discreteness or Tax-Induced Clientele», *Journal of Financial Economics*, 47 (2), pp. 127-159.
- Banque de France (1985), «La Détection Précoce des Difficultés d'Entreprise par le Méthode des Scores», *Service d'Information, Note d'Information n° 65*.
- Banque de France (1989), «PME du Batiment et du Génie Civil et Agricole», *Cahiers Économiques et Monétaires n° 33*.
- Banque de France (1991), «Méthode des Scores de la Central de Bilans», *Central de Bilans, Collections Entreprises*, Setembro.
- Banque de France (1995), «Le Risque de Défaillance d'Entreprise», *Cahiers Économiques et Monétaires n° 19*.
- Barclay, M. (1987), «Dividends, Taxes, and Common Stock Prices: The Ex-Dividend Day Behavior of Common Stock Prices Before the Income Tax», *Journal of Financial Economics*, 19 (1), pp. 31-44.
- Barclay, M. e Smith, C. (1995), «The Maturity Structure of Corporate Debt», *The Journal of Finance*, 50 (2), pp. 609-631.
- Barclay, M. e Smith, C. Jr. (1988), «Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchase», *Journal of Financial Economics*, 22 (1), pp. 61-82.
- Barker, C. (1959), «Price Changes of Stock-Dividend Shares at Ex-Dividend Dates», *The Journal of Finance*, 14, pp. 272-278.
- Barnea, A.; Haugen, R. A. e Senbet, L. W. (1981), «Market Imperfections, Agency Problems, and Capital Structure: A Review», *Financial Management*, 10 (3), pp. 7-22.
- Barnea, A.; Haugen, R. A. e Senbet, L. W. (1985), «Agency Problems and Financial Contracting», Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Barnea, A.; Haugen, R. e Senbet, L. (1980), «A Rationale for Debt Maturity Structure and Call Provisions in the Agency Theory Framework», *The Journal of Finance*, 35 (5), pp. 1223-1234.
- Barton, S. L. e Gordon P. L. (1988), «Corporate Strategy and Capital Structure», *Strategic Management Journal*, 9 (6), pp. 623-632.
- Bar-Yosef, S. e Huffman, L. (1988), «The Information Content of Dividends: A Signalling Approach», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21 (1), pp. 47-58.
- Baskin, J. (1989), «An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis», *Financial Management*, 18 (1), pp. 26-35.
- Bathala, C. T.; Bowlin, O. D. e Rao, R. P. (1995), «Debt Structure, Insider Ownership, and Dividend Policy: A Test of the Substitutability Hypothesis in an Agency Framework», *Research in Finance*, 13, pp. 237-260.

- Baxter, N. (1967), «Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital», *The Journal of Finance*, 22, pp. 395-403.
- Beaver, W. H. (1966), «Financial Ratios as Predictors of Failure», *Journal of Accounting Research*, 4, Suplemento, pp. 71-111.
- Belkaoui, A. (1975), «A Canadian Survey of Financial Structure», *Financial Management*, 4 (1), p. 74-79.
- Bellalah, M. (1998), «*Finance Moderne d'Entreprise*», Economica, Paris.
- Benartzi, S.; Michaely, R. e Thaler, R. (1997), «Do Changes in Dividends Signal The Future or the Past?», *The Journal of Finance*, 52 (3), pp. 1007-1034.
- Bennett, M. e Donnelly, R. (1993), «The Determinants of Capital Structure: Some UK Evidence», *British Accounting Review*, 25 (1), pp. 43-59.
- Berger, A. N. e Udell, G. F. (1995), «Small Firms, Commercial Lines of Credit, and Collateral», *The Journal of Business*, 68, pp. 351-382.
- Berger, P. G.; Ofek, E. e Yermack, D. L. (1997), «Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions», *The Journal of Finance*, 52 (4), pp. 1411-1438.
- Berlin, M. e Butler, A. W. (1996), «Public versus Private Debt: Confidentiality, Control, and Product Markets», Working Paper nº 96, *Federal Reserve Bank of Philadelphia, Economic Research Division*.
- Berlin, M. e Mester, L. (1992), «Debt Covenants and Renegotiation», *Journal of Financial Intermediation*, 2, 95-133.
- Bernheim, B. D. (1991), «Tax Policy and the Dividend Puzzle», *Rand Journal of Economics*, 22 (4), pp. 455-476.
- Bernheim, B. D. e Wantz, A. (1995), «A Tax-Based Test of the Dividend Signaling Hypothesis», *The American Economic Review*, 85 (3), pp. 532-551.
- Bhagat, S. e Jefferis, R. (2002), «The Econometrics of Corporate Governance Studies», (Disponível em <http://papers.ssrn.com>).
- Bhattacharya, S. (1979), «Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy», *Bell Journal of Economics*, 10 (1), pp. 259-270.
- Bhattacharya, S. (1980), «Nondissipative Signaling Structures and Dividend Policy», *The Quarterly Journal of Economics*, 95 (1), pp. 1-24.
- Bhattacharya, S. e Thakor, A. (1993), «Contemporary Banking Theory», *Journal of Financial Intermediation*, 3, pp. 2-50.
- Biais, B.; Hillion, P. e Malécot, J-F. (1994), «The Capital Structure of French Corporations: An Empirical Investigation», CEREG, Université de Paris Dauphine, *Cahier de Recherche du CEREG* nº 9407.
- Billett, M. (1996), «Targeting Capital Structure Strategy: The Relationship Between Risky Debt and the Firm's Likelihood of Being Acquired», *The Journal of Business*, 69 (2), pp. 173-192.
- Black, F. (1976), «The Dividend Puzzle», *Journal of Portfolio Management*, 2 (2), pp. 5-8.
- Black, F. e Scholes, M. (1974), «The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns», *Journal of Financial Economics*, 1, Maio, pp. 1-22.
- Blanchard, O.; Lopez-de-Silanes, F. e Shleifer, A. (1994), «What Do Firms Do with Cash Windfalls?», *Journal of Financial Economics*, 36 (3), pp. 337-360.
- Blume, M. E. (1980), «Stock Returns and Dividend Yields: Some more Evidence», *Review of Economics and Statistics*, 62 (4), pp. 567-577.

- Bolster, P. e Janjigian, V. (1991), «Dividend Policy and Valuation Effects of the Tax Reform Act of 1986», *National Tax Journal*, 44 (4), pp. 511-518.
- Bolton, P. e Scharfstein, D. S. (1990), «A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting», *The American Economic Review*, 80 (1), pp. 93-106.
- Bond, S.; Chennells, L. e Devereux, M. (1995), «Company Dividends and Taxes in the UK», *Fiscal Studies*, 16 (3), pp. 1-18.
- Boot, A. (1992), «Why Hang on to Losers: Divestitures and Takeovers», *The Journal of Finance*, 47 (4), pp. 1401-1423.
- Booth, L. e Johnston, D. (1984), «The Ex-Dividend Day Behavior of Canadian Stock Prices: Tax Changes and Clientele Effects», *The Journal of Finance*, 39 (2), pp. 457-476.
- Booth, L.; Aivazian, V.; Demircug-Kunt, A. e Maksimovic, V. (2001), «Capital Structures in Developing Countries», *The Journal of Finance*, 56 (1), pp. 87-130.
- Boquist, J. A. e Moore, W. T. (1984), «Inter-Industry Leverage Differences and the DeAngelo-Masulis Tax Shield Hypothesis», *Financial Management*, 13 (1), pp. 5-9.
- Born, J. A. (1988), «Insider Ownership and Signals: Evidence from Dividend Initiation Announcements Effects», *Financial Management*, 17 (1), pp. 38-45.
- Born, J. A. e Rimbey, J. N. (1993), «A Test of the Easterbrook Hypothesis Regarding Dividend Payments and Agency Costs», *The Journal of Financial Research*, 16 (3), pp. 251-260.
- Bowen, R. M.; Daley, L. A. e Huber, C. C. (1982), «Evidence on the Existence and Determinants of Inter-Industry Differences in Leverage», *Financial Management*, 11 (4), pp. 10-20.
- Bowers, H. e Fhers, D. (1995), «Dividend Buying: Linking Dividend Announcements and Ex-Dividend Day Effects», *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 10, pp. 421-435.
- Bradford, W. D. (1987), «The Issue Decision of Managers-Owner Under Information Asymmetry», *The Journal of Finance*, 42 (5), pp. 1245-1260.
- Bradley, M.; Jarrell, G. A. e Kim, E. H. (1984), «On the Existence of an Optimal Structure: Theory and Evidence», *The Journal of Finance*, 39 (3), pp. 857-880.
- Brandão, E. (2001), «Finanças», Porto Editora.
- Brander, J. A. e Lewis, T. R. (1986), «Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect», *The American Economic Review*, 76 (5), pp. 956-970.
- Brealey, R. A. e Myers, S. C. (1998), «Princípios de Finanças Empresariais», 5ª Edição, McGraw-Hill de Portugal, Lda.
- Brennan, M. e Kraus, A. (1987), «Efficient Financing Under Asymmetric Information», *The Journal of Finance*, 42 (5), pp. 1225-1243.
- Brennan, M. e Thakor, A. (1990), «Shareholder Preferences and Dividend Policy», *The Journal of Finance*, 45 (4), pp. 993-1018.
- Brennan, M. J. (1970), «Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy», *National Tax Journal*, 23, pp. 417-429.
- Brennan, M. J. (1995), «Corporate Finance over the Past 25 Years», *Financial Management*, 24 (2), pp. 9-22.
- Brennan, M. J. e Schwartz, E. (1978), «Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure», *The Journal of Business*, 5 (1), pp. 103-114.
- Brick, I. E.; Frierman, M. e Kim, Y. K. (1998), «Asymmetric Information Concerning the Variance of Cash Flows: The Capital Structure Choice», *International Economic Review*, 39 (3), pp. 745-761.

- Brickley, J. (1983), «Shareholder Wealth, Information Signaling and the Specially Designated Dividend: An Empirical Study», *Journal of Financial Economics*, 12 (2), pp. 187-209.
- Brickley, J. A. (1982), «Discussion: Empirical Evidence on Dividends as a Signal of Firm Value», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 17 (4), pp. 503-505.
- Bromiley, P. (1990), «On the Use of Financial Theory in Strategic Management», in *Advances in Strategic Management*, ed. de Shrivastava, P. e Lamb, R., JAI Press, Greenwich, 6, pp. 71-98.
- Brook, Y., Charlton, W. T. Jr. e Hendershott, R. (1998), «Do Firms Use Dividends to Signal Large Future Cash Flow Increases?» *Financial Management*, 27 (3), pp. 46-57.
- Burton, B. M., Lonie, A. A. e Power, D. M. (2000), «The Impact of Corporate Growth Opportunities on the Market Response to New Equity Announcements», *Applied Financial Economics*, 10 (1), pp. 27-36.
- Cadilhe, M. (1991), «Política de Dividendos e Dupla Tributação», *Ópusculos do IESF*, nº 4, Edições ASA.
- Calvi-Reveyron, M. (1999), «Le Niveau de Dividendes d'Entreprises Françaises Cotées Répond-t-il à des Contraintes d'Agence?», *Banque & Marchés*, 38, Janeiro-Feveiro, pp. 43-56.
- Calvi-Reveyron, M. (2000), «Le Capitalisme Familial, dans un Contexte Français, Induit-il Moins de Dividendes que les Autres Formes d'Actionariat?», *Finance Contrôle Stratégie*, 3 (1), pp. 81-116.
- Campbell, J. e Beranek, W. (1955), «Stock Price Behavior on Ex-Dividend Dates», *The Journal of Finance*, 10 (4), pp. 425-429.
- Carey, M.; Prowse, S.; Rea, J. e Udell, G. (1993), «The Economics of Private Placements: A New Look», *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 2, pp. 1-67.
- Carroll, T. (1995), «The Information Content of Quarterly Dividend Changes; Professional Adaptation», *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 10 (2), pp. 293-317.
- Casey, K. M. e Anderson, D. C. (1997), «A Note on Institutional Ownership and Capital Structure: Evidence from the Petroleum Industry», *Oil and Gas Tax Quarterly*, 45, pp. 727-736.
- Casey, K. M.; Anderson, D. C.; Mesak, H. I. e Dickens, R. N. (1999), «Examining the Impact of the 1986 Tax Reform Act on Corporate Dividend Policy: A New Methodology», *The Financial Review*, 34 (3), pp. 33-46.
- Castanias, R. (1983), «Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure», *The Journal of Finance*, 38 (5), pp. 1617-1635.
- Chang, C. (1992), «Capital Structure as an Optimal Contract Between Employees and Investors», *The Journal of Finance*, 47 (3), pp. 1141-1158.
- Chang, R. P. e Rhee, S. G. (1990), «The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions», *Financial Management*, 19 (2), pp. 21-31.
- Chaplinsky, S. e Seyhun, N. (1990), «Dividends and Taxes: Evidence on Tax-Reduction Strategies», *The Journal of Business*, 63 (2), pp. 239-260.
- Charest, G. (1978), «Dividend Information, Stock Returns and Market Efficiency – II», *Journal of Financial Economics*, 6 (2/3), pp. 297-330.
- Charitou, A. (2000), «The Impact of Losses and Cash Flows on Dividends: Evidence for Japan», *Abacus*, 36 (2), pp. 198-225.
- Charreaux, G. (1997), «Modes de Contrôle des Dirigeants et Performance des Firmes», in *Le Gouvernement d'Entreprise, Théorie et Faits*, Économica, Ed. Charreaux, G., pp. 17-54.

- Chatterjee, S. e Scott, J. H. (1989), «Explaining Differences in Corporate Capital Structure: Theory and New Evidence», *Journal of Banking and Finance*, 13 (2), pp. 283-309.
- Chemmanur, T. e Fulghieri, P. (1994), «Reputation, Renegotiation, and the Choice Between Bank Loans and Publicly Traded Debt», *The Review of Financial Studies*, 7, pp. 475-506.
- Chen, C. R. e Steiner, T. (1999), «Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Rick Taking, Debt Policy, and Dividend Policy», *The Financial Review*, 34, pp. 119-136.
- Chen, G.; Firth, M. e Gao, N. (2002), «The Information Content of Concurrently Announced Earnings, Cash Dividends, and Stock Dividends: An Investigation of the Chinese Stock Market», *Journal of International Financial Management & Accounting*, 13 (2), pp. 101-124.
- Chevalier, J. (1995), «Capital Structure and Product Market Competition: Empirical Evidence from Supermarket Industry», *The American Economic Review*, 85 (3), pp. 415-435.
- Chevallier-Farat, T. (1992), «Porquoi des Banques», *Revue d'Économie Politique*, 102, pp. 633-685.
- Chirinko, R. S. e Singha, A. R. (2000), «Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comment», *Journal of Financial Economics*, 58 (3), pp. 417-425.
- Chittenden, F.; Hall, G. e Hutchinson, P. (1996), «Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation», *Small Business Economics*, 8 (1), pp. 59-67.
- Chocce, G. A. R.; González, P. A.; Aguirre, N. A.; Vega, P. L. e Carrazana, J. M. (2000), «Company Classification and Bankruptcy Prediction Models: An Application to Chilean Companies», *Portuguese Finance Network, 1st Finance Conference*, Universidade do Minho, 28 Junho a 1 Julho, Braga.
- Chowdhry, B. e Nanda, V. (1994), «Repurchase Premia as a Reason for Dividends: A Dynamic Model of Corporate Payout Policies», *The Review of Financial Studies*, 7 (2), pp. 321-350.
- Christie, W. (1990), «Dividend Yield and Expected Return: The Zero Dividend Puzzle», *Journal of Financial Economics*, 28 (1/2), pp. 95-125.
- Chua, J. H. e Woodward, R. S. (1993), «The Pecking Order Hypothesis and Capital Structure of Private Companies», *Financial Management*, 22 (1), pp. 18-18.
- Chudson, W. (1945), *The Pattern of Corporate Financial Structure*, New York, N.B.E.R..
- Chung, K. e Jo, H. (1996), «The Impact of Security Analyst's Monitoring and Marketing Functions on the Market Value of Firms», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (4), pp. 493-512.
- Chung, K. H. (1993), «Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test», *Journal of Business & Accounting*, 20 (1), pp. 83-98.
- Cinca, C. S. e Larraz, J. L. G. (1998), «Las Redes Neuronales Artificiales en el Tratamiento de la Información Financiera», (Disponível em <http://ciberconta.unizar.es/biblioteca/0004/SerGall96.html>).
- Claggett, E. T. (1991), «Capital Structure: Convergent and Pecking Order Evidence», *Review of Financial Economics*, 1 (1), pp. 35-48.
- Collins, J. H. e Kemsley, D. (2000), «Capital Gains and Dividend Taxes in Firm Valuation: Evidence of Triple Taxation», *The Accounting Review*, 75 (4), pp. 405-427.
- Collins, J. M. e Sekely, W. S. (1983), «The Relationship of Headquartus Country and Industry Classification to Financial Structure», *Financial Management*, 12 (3), pp. 45-51.
- Comment, R. e Schwert, W. (1995), «Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures», *Journal of Financial Economics*, 39 (1), pp. 3-43.

- Constantinides, G. (1983), «Capital Market Equilibrium with Personal Taxes», *Econometrica*, 51, pp. 611-636.
- Constantinides, G. (1984), «Optimal Stock Trading with Personal Taxes: Implications for the Prices and Abnormal January Returns», *Journal of Financial Economics*, 13 (1), pp. 65-89.
- Cooney, J. W. Jr. e Kalay, A. (1993), «Positive Information From Issue Announcements», *Journal of Financial Economics*, 33 (2), pp. 149-172.
- Cosh, A. e Hughes, A. (1994), «Size, Financial Structure and Profitability; UK Companies in the 1980s», in *Finance and the Small Firm*, ed. de Hughes, A. e Storey, D. J., London: Routledge.
- Cros, R. (1991), «*La Double Imposition des Dividends*», Ed. *Economica* - Collection Economie Contemporaine, Paris.
- Crossland, D.; Dempsey, M. e Moizer, P. (1991), «The Effects of Cum-To-Ex-Dividend Changes on UK Share Prices», *Accounting and Business Research*, 22 (85), pp. 47-50.
- Crutchley, C. E. e Hansen, R. S. (1989), «A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends», *Financial Management*, 18 (4), pp. 36-46.
- Crutchley, C. E.; Jensen, M. R. H.; Jahera, J. S. Jr. e Raymond, J. E. (1999), «Agency Problems and the Simultaneity Decision Making: The Role of Institutional Ownership», *International Review of Financial Analysis*, 8 (2), pp. 177-197.
- Dammon, R. e Senbet, L. (1988), «The Effect of Taxes and Depreciation on Corporate Investment and Financial Leverage», *The Journal of Finance*, 43 (2), pp. 357-373.
- Dann, L. Y. e Mikkelson, W. H. (1984), «Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change and Financing-Related Information: Some New Evidence», *Journal of Financial Economics*, 13 (2), pp. 157-186.
- DeAngelo, H. e DeAngelo, L. (1990), «Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms», *The Journal of Finance*, 45 (5), pp. 1415-1431.
- DeAngelo, H. e Masulis, R. W. (1980), «Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation», *Journal of Financial Economics*, 8 (1), pp. 3-29.
- DeAngelo, H.; DeAngelo, L. e Skinner, D. J. (1992), «Dividends and Losses», *The Journal of Finance*, 47 (5), pp. 1837-1863.
- DeAngelo, H.; DeAngelo, L. e Skinner, D. J. (1996), «Reversal of Fortune: Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth», *Journal of Financial Economics*, 40 (3), pp. 341-371.
- DeAngelo, H.; DeAngelo, L. e Skinner, D. J. (2000), «Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling», *Journal of Financial Economics*, 57 (3), pp. 309-354.
- Defusco, R.; Johnson, R. e Zorn, T. (1990), «The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders», *The Journal of Finance*, 45 (2), pp. 617-627.
- Dempsey, S. J. e Laber, G. (1992), «Effects of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratios: Further Evidence of the Agency-Transaction Cost Hypothesis», *Journal of Financial Research*, 15 (4), pp. 317-321.
- Denis, D. (1990), «Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchase and Special Dividends», *The Journal of Finance*, 45 (5), pp. 1433-1456.
- Denis, D. (1994), «Investment Opportunities and the Market Reaction to Equity Offerings», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29 (2), pp. 159-177.
- Denis, D., Denis, D.; e Sarin, A. (1994), «The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29 (4), pp. 567-587.

- Denis, D.; Denis, D. e Sarin, A. (1997), «Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification», *The Journal of Finance*, 52 (1), pp. 135-160.
- Desbrières, P. (1988), «L'Effet de Clientèle des Dividendes sur le Marché Français: Un Test Empirique», *Finance*, Junho, pp. 5-16.
- Detragiache, E. (1994), «Public versus Private Borrowing: A Theory with Implications for Bankruptcy Reform», *Journal of Financial Intermediation*, 3, pp. 327-354.
- Dhaliwal, D.; Erickson, M. e Trezevant, R. (1999), «A Test of the Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies», *National Tax Journal*, 52 (2), pp. 179-194.
- Dhillon, U. e Johnson, H. (1994), «The Effect of Dividend Changes on Stock and Bond Prices», *The Journal of Finance*, 49 (1), pp. 281-289.
- Diamond, D. (1984), «Financial Intermediation and Delegated Monitoring», *Review of Economic Studies*, 51, pp. 393-414.
- Diamond, D. (1989), «Reputation Acquisition in Debt Markets», *Journal of Political Economy*, 97 (4), pp. 828-862.
- Diamond, D. (1991), «Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt», *Journal of Political Economy*, 99 (4), pp. 689-721.
- Dickerson, A.; Gibson, H. e Tsakalotos, E. (1998), «Takeover Risk and Dividend Strategy: A Study of UK Firms», *The Journal of Industrial Economics*, 46 (3), pp. 281-300.
- Divecha, A. e Morse, D. (1983), «Market Responses to Dividend Increases and Change in Payout Ratios», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 18 (2), pp. 163-173.
- Donaldson, G. (1961), «*Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*», Graduate School of Business Administration, Division of Research, Harvard University.
- Dumontier, P. (1985), «Le Contenu Informatif des Distributions de Dividendes», *Analyse Financière*, 2^o Trimestre, pp. 87-91.
- Duque, J. (1989), «*Influência do Endividamento na Taxa de Custo do Capital da Empresa*», Dissertação para Provas de Aptidão Científico-Pedagógico, Universidade Técnica de Lisboa, Instituto Superior de Economia, Lisboa.
- Dyl, E. A. e Weigand, R. A. (1998), «The Information Content of Dividend Initiations: Additional Evidence», *Financial Management*, 27 (3), pp. 27-35.
- Eades, K. M. (1982), «Empirical Evidence on Dividends as a Signal of Firm Value», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 17 (4), pp. 471-502.
- Eades, K.; Hess, P. e Kim, E. (1984), «On Interpreting Security Returns During the Ex-Dividend Period», *Journal of Financial Economics*, 13 (1), pp. 3-34.
- Eades, K.; Hess, P. e Kim, E. (1994), «Time-Series Variation in Dividend Pricing», *The Journal of Finance*, 49 (5), pp. 1617-1638.
- Easterbrook, F. (1984), «Two Agency-Cost Explanations of Dividends», *The American Economic Review*, 74 (4), pp. 650-659.
- Easterwood, J. C. e Kadapakkam, P. R. (1991), «The Role of Private and Public Debt in Corporate Capital Structures», *Financial Management*, 20 (3), pp. 49-57.
- Eckbo, B. e Masulis, R. (1995), «Seasoned Equity Offerings: A Survey», in *Finance*, Volume 9 de Handbook on Operations Research and Management Science, Ed. de R. Jarrow *et al.*, North Holland.
- Eckbo, B. e Masulis, R. W. (1992), «Adverse Selection and the Rights Offer Paradox», *Journal of Financial Economics*, 32 (3), pp. 293-332.

- Eckbo, B. e Verma, S. (1994), «Managerial Shareownership, Voting Power and Cash Dividend Policy», *Journal of Corporate Finance*, 1, pp. 33-62.
- Eisenbeis, R. A. (1977), «Pitfalls in the Application of Discriminant Analysis in Business, Finance, and Economics», *The Journal of Finance*, 32, (3), pp. 875-899.
- El Hennaway, R. H. A. e Morris, R. C. (1983), «The Significance of Base Year in Developing Failure Prediction Models», *Journal of Business Finance & Accounting*, 10 (2), pp. 209-223.
- Elfakhani, S. (1998), «The Expected Favourableness of Dividend Signals, the Direction of Dividend Change and the Signalling Role of Dividend Announcements», *Applied Financial Economics*, 8 (3), pp. 221-230.
- Elsas, R. e Krahnem, J. P. (1998), «Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit-File Data in Germany», *Journal of Banking and Finance*, 22 (10/11), pp. 1283-1316.
- Elton, E. e Gruber, M. (1970), «Marginal Stockholders' Tax Rates and the Clientele Effect», *Review of Economics and Statistics*, 52, pp. 68-74.
- Elton, J.; Gruber, M. e Rentzler, J. (1983), «A Simple Examination of the Empirical Relationship Between Dividend Yields and Deviations from the CAPM», *Journal of Banking and Finance*, 7 (1), pp. 135-146.
- Esperança, J. P. e Gama, A. P. M. (2002), «Os Determinantes da Estrutura do Capital e a Dimensão das Empresas», *Actas das XII Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica*, Vol. II, Universidade da Beira Interior, 10-12 Abril de 2002, Covilhã, pp. 218-230.
- Fama, E. F. e French, K. R. (1998), «Taxes, Financing Decisions, and Firm Value», *The Journal of Finance*, 53 (3), pp. 819-843.
- Fama, E. F. e Jensen, M. C. (1983a), «Separation of Ownership and Control», *Journal of Law and Economics*, 26 (2), pp. 301-325.
- Fama, E. F. e Jensen, M. C. (1983b), «Agency Problems and Residual Claims», *Journal of Law and Economics*, 26 (2), pp. 327-349.
- Farinha, J. B. R. B. (1999), «Dividend Policy, Corporate Governance and Managerial Entrenchment», Dissertação de Doutoramento, Lancaster University.
- Farrar, D. e Selwyn, L. (1967), «Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors», *National Tax Journal*, 20, Dezembro, pp. 444-454.
- Feenberg, D. (1981), «Does the Investment Interest Limitations Explain the Existence of Dividends?», *Journal of Financial Economics*, 9 (3), pp. 265-269.
- Fernandes, C. e Martins, A. (2002), «A Teoria Financeira e a Psicologia dos Investidores: Uma Análise Empírica», *Estudos de Gestão — Portuguese Journal of Management Studies*, 7 (1), pp. 43-76.
- Ferri, M. G. e Jones, W. H. (1979), «Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach», *The Journal of Finance*, 34 (3), pp. 631-644.
- Ferris, S. P.; Jayaraman, N. e Makhija, A. K. (1993), «Direct Cost of Bankruptcy: Evidence from Filings of Liquidations and Reorganizations by Small Firms, 1981-1991», Working Paper, Institute of Technology, Georgia.
- Fischer, H.; Heinkel, R. e Zechner, J. (1989), «Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests», *The Journal of Finance*, 44, pp. 19-40.
- Flath, D. e Knoeber (1980), «Taxes, Failure Costs, and Optimal Industry Capital Structure: An Empirical Test», *The Journal of Finance*, 39 (1), pp. 99-117.
- Fluck, Z. (1998), «Optimal Financial Contracting: Debt Versus Outside Equity», *The Review of Financial Studies*, 11, pp. 383-418.

- Foglia, A.; Lavolia, S. e Reedt, M. P. (1998), «Multiple Banking Relationships and Fragility of Corporate Borrowers», *Journal of Banking and Finance*, 22 (10/11), pp. 1441-1456.
- Fontaine, P. e Njiokou, C. (1996), «Les Déterminants de la Structure Financière: Une Comparaison Internationale», *Banque & Marchés*, 24, Setembro/Outubro, pp. 5-17.
- Francis, B. B. (1998), «The Interdependency of Firm's Financing Choices and Investment Decisions: Some Canadian Evidence», *Research in Finance*, 16, pp. 221-252.
- Frank, M. e Jagannathan, R. (1998), «Why Do Stock Prices Drop by Less than the Value of Dividends? Evidence from a Country Without Taxes», *Journal of Financial Economics*, 47 (2), pp. 161-188.
- Friend, I. e Lang, L. (1988), «An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure», *The Journal of Finance*, 43 (2), pp. 271-281.
- Fudenberg, D. e Tirole, J. (1986), «A 'Signal-Jamming' Theory of Predation», *Rand Journal of Economics*, 17 (3), pp. 366-376.
- Fukuda, A. (2000), «Dividend Changes and Earnings Performance in Japan», *Pacific-Basin Journal*, 8 (1), pp. 53-66.
- Gajewski, J-F (1999), «Earnings Announcements, Asymmetric Information, Trades and Quotes», *European Financial Management*, 5 (3), pp. 411-423.
- Gajewski, J-F e Ginglinger, E. (1996), «Augmentation de Capital en Presence d'Asymetrie d'Information», CEREG, Université de Paris Dauphine, *Cahier de Recherche n° 9608*.
- Gama, A. P. B. M. (2000), «Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas», Associação da Bolsa de Derivados do Porto, Série Moderna Finança n° 20.
- Garrett, I. e Priestley, R. (2000), «Dividend Behavior and Dividend Signaling», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 (2), pp. 173-189.
- Garvey, G. T. e Hanka, G. (1999), «Capital Structure and Corporate Control: The Effect of Antitakeover Statutes on Firm Leverage», *The Journal of Finance*, 54 (2), pp. 519-546.
- Gaver, J. e Gaver, K. (1993), «Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies», *Journal of Accounting and Economics*, 16 (1/2/3), pp. 125-160.
- Gavish, B e Kalay, A. (1983), «On the Asset Substitution Problem», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 18 (1), pp. 21-30.
- Gentry, J. A.; Newbold, P. e Whitford, D. T. (1985), «Classifying Bankrupt with Funds Flow Components», *Journal of Accounting Research*, 23 (1), pp. 146-160.
- Ghosh, A. e Cai, F. (1999), «Capital Structure: New Evidence of Optimality and Pecking Order Theory», *American Business Review*, 17 (1), pp. 32-38.
- Ghosh, A.; Cai, F. e Li, W. (2000), «The Determinants of Capital Structure», *American Business Review*, 18 (2), pp. 129-132.
- Ghosh, C. e Woolridge, J. R. (1988), «An Analysis of Shareholder Reaction to Dividend Cuts and Omissions», *Journal of Financial Research*, 11 (4), pp. 281-294.
- Ghosh, C. e Woolridge, J. R. (1991), «Dividend Omissions and Stock Market Rationality», *Journal of Business Finance & Accounting*, 18 (3), pp. 315-330.
- Ghoshen, Z. (1995), «Shareholder Dividend Options», *Yale Law Journal*, 104, pp. 881-932.
- Givoly, D.; Hayn, C.; Ofer, A. e Sarig, O. (1992), «Taxes and Capital Structure: Evidence from Firm's Response to the Tax Reform Act of 1986», *The Review of Financial Studies*, 5, pp. 331-355.

- Glazer, J. (1994), «The Strategic Effects of Long-Term Debt in Imperfect Competition», *Journal of Economic Theory*, 62 (2), pp. 428-443.
- Goetzmann, W. N. e Jorion, P. (1995), «A Longer Look at Dividend Yields», *The Journal of Business*, 68 (4), pp. 483-508.
- Goffin, R. (1999), «*Principes de Finance Moderne*», 2ª Edição, Economica, Paris.
- Goldstein, R.; Ju, N. e Leland, H. (2001), «An EBIT-Based Model of Dynamic Capital Structure», *The Journal of Business*, 74 (4), pp. 383-512.
- Gombola, M. J. e Liu, F-Y (1999), «The Signaling Power of Specially Designated Dividends», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 34 (3), pp. 409-424.
- Gonedes, N. (1978), «Corporate Signaling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income and Extraordinary Items», *Journal of Accounting Research*, 16 (1), pp. 26-79.
- Gordon, R. e Bradford, D. (1980), «Taxation and the Stock Market Valuation of Capital Gains and Dividends: Theory and Empirical Results», *Journal of Public Economics*, 14, pp. 109-136.
- Gordon, R. e MacKie-Mason, J. (1990), «Effects of Tax Reform Act of 1986 on Corporate Financial Policy and Organizational Form», in *Do Taxes Matter?*, ed. de Slemrod, J., Cambridge-Mass, MIT Press.
- Graham, J. R. (1996a), «Debt and the Marginal Tax Rate», *Journal of Financial Economics*, 41 (1), pp. 41-73.
- Graham, J. R. (1996b), «Proxies for the Corporate Marginal Tax Rate», *Journal of Financial Economics*, 42 (2), pp. 187-221.
- Graham, J. R. (1999), «Do Personal Taxes Affect Corporate Financing Decisions?», *Journal of Public Economics*, 73 (2), pp. 147-185.
- Graham, J. R. (2000), «How Big Are the Benefits of Debt?», *The Journal of Finance*, 55 (5), pp. 1901-1941.
- Graham, J. R. e Rogers, D. A. (2002), «Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives?», *The Journal of Finance*, 57 (2), pp. 815-839.
- Graham, J. R.; Lemmon, M. L. e Schallheim, J. S. (1998), «Debt, Leases, Taxes, and the Endogeneity of Corporate Tax Status», *The Journal of Finance*, 53 (1), pp. 131-162.
- Green, R. e Talmor, E. (1986), «Asset Substitution and the Agency Costs of Debt Financing», *Journal of Banking and Finance*, 10 (3), pp. 391-399.
- Grinblatt, M.; Masulis, R. e Titman, S. (1984), «The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends», *Journal of Financial Economics*, 13 (4), pp. 461-490.
- Griner, E. H. e Gordon, L. A. (1995), «Internal Cash Flow, Insider Ownership, and Capital Expenditures: A Test of the Pecking Order and Managerial Hypotheses», *Journal of Business Finance & Accounting*, 22 (2), pp. 179-199.
- Grossman, S. J. e Hart, O. (1982), «Corporate Financial Structure and Managerial Incentives», in *The Economics of Information and Uncertainty*, Ed. McCall J., University of Chicago Press, Chicago, pp. 102-137.
- Grullon, G.; Kanatas, G. e Kumar, P. (2002), «Financing Decisions and Advertising: An Empirical Study of Capital Structure and Product Market Competition», Working Paper. (Disponível em <http://papers.ssrn.com>).
- Grullon, G.; Michaely, R. e Swaminathan, B. (2002), «Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?», *The Journal of Business*, 75 (3), pp. 387-424.

- Gugler, K. (2003), «Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation Between Dividends, R&D, and Capital Investment», *Journal of Banking and Finance*, 27 (7), pp. 1297-1322.
- Guigou, J-D e Vilanova, L. (1999), «Les Vertus du Financement Bancaire : Fondements et Limites», *Finance Contrôle Stratégie*, 2 (2), pp. 97-133.
- Gunasekarage, A. e Power, D. M. (2002), «The Post-Announcement Performance of Dividend-Changing Companies: The Dividend-Signalling Hypothesis Revisited», *Accounting and Finance*, 42 (2), pp. 131-151.
- Hachette, I. (1994), «Opérations Financières et Transfert de Richesse», Presses Universitaires de France.
- Hall, G.; Hutchinson, P. e Michaelas, N. (2000), «Industry Effects of the Determinants of Unquoted SMEs' Capital Structure», *International Journal of the Economics of Business*, 7 (3), pp. 297-312.
- Hall, S. (1994), «Dividend Restrictions and Accounting Choices», *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 9 (3), pp. 447-463.
- Hamon, J. e Jacquillat, B. (1991), «Le Marché Français des Actions. Etudes Empiriques 1977-1991», Presses Universitaires de France, Paris.
- Han, K. C. e Khaksari, S. (1996), «Dividends, Taxes, and Returns: Empirical Evidence», *Quarterly Journal of Business and Economics*, 35 (1), pp. 3-15.
- Handjinicolaou, G. e Kalay, A. (1984), «Wealth Redistributions or Changes in Firm Value: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders around Dividend Announcements», *Journal of Financial Economics*, 13 (1), pp. 35-63.
- Hansen, R. S. (1988), «The Demise of the Rights Issue», *The Review of Financial Studies*, 1 (3), pp. 289-309.
- Hansen, R. S.; Kumar, R. e Shome, D. K. (1994), «Dividend Policy and Corporate Monitoring: Evidence from the Regulated Electric Utility Industry», *Financial Management*, 23 (1), pp. 16-22.
- Harhoff, D. e Körting, T. (1998), «Lending Relationships in Germany: Empirical Evidence from Survey Data», *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 1317-1353.
- Harris, M. e Raviv, A. (1988), «Corporate Control Contests and Capital Structure», *Journal of Financial Economics*, 20 (1/2), pp. 55-86.
- Harris, M. e Raviv, A. (1990), «Capital Structure and the Informational Role of Debt», *The Journal of Finance*, 45 (2), pp. 321-349.
- Harris, M. e Raviv, A. (1991), «The Theory of Capital Structure», *The Journal of Finance*, 46 (1), pp. 297-355.
- Harris, T. S. e Kemsley, D. (1999), «Dividend Taxation in Firm Valuation: New Evidence», *Journal of Accounting Research*, 37 (2), pp. 275-291.
- Haugen, R. A. e Senbet, L. W. (1978), «The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure», *The Journal of Finance*, 33 (2), pp. 383-393.
- Haugen, R. A. e Senbet, L. W. (1987), «On The Resolution of the Agency Problems by Complex Financial Instruments: A Reply», *The Journal of Finance*, 42 (4), pp. 1091-1095.
- Hausch, D. e Seward, J. (1993), «Signaling with Dividends and Share Repurchases: A Choice Between Deterministic and Stochastic Cash Disbursements», *The Review of Financial Studies*, 6, pp. 121-154.

- Healey, P. M. e Palepu, K. G. (1988), «Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions», *Journal of Financial Economics*, 21 (2), pp. 149-175.
- Healey, P. M. e Palepu, K. G. (1990), «Effectiveness of Accounting-Based Dividend Covenants», *Journal of Accounting and Economics*, 12 (1/3), pp. 97-123.
- Heinkel, R. (1982), «A Theory of Capital Structure Relevance Under Imperfect Information», *The Journal of Finance*, 37 (5), pp. 1141-1150.
- Heinkel, R. e Zechner, J. (1990), «The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution to Adverse Investment Incentives», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25 (1), pp. 1-24.
- Hellwig, M. (1991), «Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance», in *European Financial Integration*, Ed. de Giovannini, A e Mayer, C., Cambridge University Press, pp. 35-63.
- Helwege, J. e Liang, N. (1996), «Is there a Pecking Order? Evidence from a Panel of IPO Firms», *The Journal of Financial Economics*, 40 (3), pp. 429-458.
- Hertzel, M. e Smith, R. L. (1993), «Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately», *The Journal of Finance*, 48 (2), pp. 459-485.
- Hess, A. C. e Bhagat, S. (1986), «Size Effects of Seasoned Stock Issues: Empirical Evidence», *The Journal of Business*, 59 (4), pp. 567-584.
- Hess, P. e Gibbons, M. R. (1982), «The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Returns: Further Evidence on Tax Effects/Discussion», *The Journal of Finance*, 37 (2), pp. 445-459.
- Hill, C. W. L. e Snell, S. A. (1988), «External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance», *Strategic Management Journal*, 9 (6), pp. 577-590.
- Hill, C. W. L. e Snell, S. A. (1989), «Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity», *Academy of Management Journal*, 32 (1), pp. 25-46.
- Hirshleifer, D. e Thakor, A. (1992), «Managerial Conservatism, Project Choice, and Debt», *The Review of Financial Studies*, 5(3), pp. 437-470.
- Ho, S-J. K. e Wu, C. (2001), «The Earnings Information Content of Dividend Initiations and Omissions», *Journal of Business Finance & Accounting*, 28 (7/8), pp. 963-977.
- Hodgkinson, L. (2002), «Tax Costs and Signalling Benefits: The Impact of Surplus ACT», *Journal of Business Finance & Accounting*, 29 (3/4), pp. 411-428.
- Holmes, S. e Kent, P. (1991), «An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises», *Journal of Small Business Finance*, 1 (2), pp. 141-154.
- Homaifar, G.; Zietz, J. e Benkato, O. (1994), «An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence», *Journal of Business Finance & Accounting*, 21 (1), pp. 1-14.
- Hong, H. e Rappaport, A. (1978), «Debt Capacity, Optimal Capital Structure, and Capital Budgeting Analysis», *Financial Management*, 7 (3), pp. 7-11.
- Hoshi, T.; Kashyap, A. e Scharfstein, D. (1990), «The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan», *Journal of Financial Economics*, 27 (1), pp. 67-88.
- Houston, J. e James, C. (1996), «Bank Information Monopolies and the Mix of Private and Public Debt Claims», *The Journal of Finance*, 51 (5), pp. 1863-1889.
- Hovakimian, A.; Opler, T. e Titman, S. (2001), «The Debt-Equity Choice», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36 (1), pp. 1-24.
- Howe, K.; He, J. e Kao, G. W. (1992), «One-Time Cash Flow Announcements and Free Cash-Flow Theory: Share Repurchases and Special Dividends», *The Journal of Finance*, 47 (5), pp. 1963-1975.

- Howorth, C. A. (2001), «Small Firms' Demand for Finance: A Research Note», *International Small Business Journal*, 19 (4), pp. 78-86.
- Hubbard, J. e Michaely, R. (1997), «Do Investors Ignore Dividend Taxation? A Reexamination of the Citizens Utilities Case», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32 (1), pp. 117-135.
- Huberman, G. (1990), «Dividend Neutrality with Transaction Costs», *The Journal of Business*, 63 (1), pp. S93-S106.
- Israël, R. (1991), «Capital Structure and the Market for Corporate Control: The Defensive Role of Debt Financing», *The Journal of Finance*, 46 (4), pp. 1391-1409.
- Jaffe, J. F. e Westerfield, R. (1987), «Risk and the Optimal Debt Level», in *Modern Finance and Industrial Economics*, ed. de Copeland, T. E., N. Y., Basil Blackwell, pp. 138-145.
- Jaggia, P. B. e Thakor, A. V. (1994), «Firm-Specific Human Capital and Capital Structure», *International Economic Review*, 35 (2), pp. 283-308.
- Jahera, J. S. Jr.; Lloyd, W. P. e Modani, N. K. (1986), «Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend», *Akron Business and Economic Review*, 17 (4), pp. 55-61.
- Jain, B. e Kini, O. (1999), «On Investment Banker Monitoring in the New Issues Market», *Journal of Banking and Finance*, 23 (1), pp. 49-84.
- Jalilvand, A. e Harris, R. S. (1984), «Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study», *The Journal of Finance*, 39 (1), pp. 127-145.
- Jayaraman, N. e Shastri, K. (1988), «The Valuation Impacts of Specially Designated Dividends», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23 (3), pp. 301-312.
- Jensen, G. R.; Solberg, D. P. e Zorn, T. S. (1992), «Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27 (2), pp. 247-263.
- Jensen, M. C. (1986), «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers» *The American Economic Review*, 76 (1), pp. 323-329.
- Jensen, M. C. e Meckling, W. H. (1976), «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, 3, Outubro, pp. 305-360.
- John, K. (1993), «Managing Financial Distress and Valuing Distressed Securities: A Survey and Research Agenda», *Financial Management*, 22 (3), pp. 60-78.
- John, K. e Lang, H. P. (1991), «Insider Trading Around Dividend Announcements: Theory and Evidence», *The Journal of Finance*, 46 (4), pp. 1361-1389.
- John, K. e Mishra, B. (1990), «Information Content of Insider Trading Around Corporate Announcements: The Case of Capital Expenditures», *The Journal of Finance*, 45 (3), pp. 835-855.
- John, K. e Nachman, D. C. (1986), «On the Optimality of Intertemporal Smoothing of Dividends», Working paper, New York University.
- John, K. e Williams, J. (1985), «Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium», *The Journal of Finance*, 40 (4), pp. 1053-1070.
- John, K.; Nachman, D. e Spatt, C. (1985), «Risky Debt, Investment Incentives, and Reputation in a Sequential Equilibrium/Discussion», *The Journal of Finance*, 40 (3), pp. 863-880.
- John, T. A. e John, K. (1993), «Top-Management Compensation and Capital Structure», *The Journal of Finance*, 48 (3), pp. 949-974.
- Johnson, S. A. (1995), «Dividend Payout and the Valuation Effects of Bond Announcements», *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 30 (3), pp. 407-423.

- Johnson, S. A. (1997), «An Empirical Analysis of the Determinants of Corporate Debt Ownership Structure», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32 (1), pp. 47-69.
- Jordan, J.; Lowe, J. e Taylor, P. (1998), «Strategy and Financial Policy in UK Small Firms», *Journal of Business Finance & Accounting*, 25 (1/2), pp. 1-27.
- Jung, K.; Kim, Y-C. e Stulz, R. M. (1996), «Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision», *Journal of Financial Economics*, 42 (2), pp. 159-185.
- Kaestner, R. e Liu, F-Y. (1998), «New Evidence on the Information Content of Dividend Announcements», *Quarterly Review of Economics & Finance*, 38 (2), pp. 251-274.
- Kalay, A. (1980), «Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15 (4), pp. 855-869.
- Kalay, A. (1982a), «Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints», *Journal of Financial Economics*, 10 (2), pp. 211-233.
- Kalay, A. (1982b), «The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-Examination of the Clientele Effect», *The Journal of Finance*, 37 (4), pp. 1059-1070.
- Kalay, A. e Loewenstein, U. (1986), «The Informational Content of the Timing of Dividend Announcements», *Journal of Financial Economics*, 16 (3), pp. 373-388.
- Kalay, A. e Michaely, R. (2000), «Dividends and Taxes: A Re-Examination», *Financial Management*, 29 (2), pp. 55-75.
- Kalay, A. e Shimrat, A. (1987), «Firm Value and Seasoned Equity Issues: Price Pressure, Wealth Retribution or Negative Information», *Journal of Financial Economics*, 19 (1), pp. 109-126.
- Kale, J. R. e Noe, T. H. (1992), «Taxes, Financial Distress, and Corporate Capital Structure», *Quarterly Review of Economics & Finance*, 32 (1), pp. 71-83.
- Kale, J. R.; Noe, T. H. e Ramirez, G. G. (1991), «The Effect of Business Risk on Corporate Capital Structure: Theory and Evidence», *The Journal of Finance*, 46 (5), pp. 1693-1715.
- Kamath, R. R. (1997), «Long-Term Financing Decisions: Views and Practices of Financial Managers of NYSE Firms», *The Financial Review*, 32 (2), pp. 350-356.
- Kane, A.; Lee, Y. K. e Marcus, A. J. (1984), «Earnings and Dividend Announcements: Is There a Corroboration Effect?», *The Journal of Finance*, 39 (4), pp. 1091-1099.
- Kane, A.; Marcus, A. J. e McDonald, R. L. (1985), «Debt Policy and the Rate of Return Premium to Leverage», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20 (4), pp. 479-499.
- Kao, C. e Wu, C. (1994a), «Tests of Dividend Signaling Using the Marsh-Merton Model: A Generalized Friction Approach», *The Journal of Business*, 67 (1), pp. 45-68.
- Kao, C. e Wu, C. (1994b), «Rational Expectations, Information Signaling and Dividend Adjustment to Permanent Earnings», *Review of Economics and Statistics*, 76 (3), pp. 490-502.
- Kaplanis, C. P. (1986), «Options, Taxes, and the Ex-Dividend Day Behavior», *The Journal of Finance*, 41 (2), pp. 411-424.
- Karpoff, J. e Walking, R. (1988), «Short Term Trading Around Ex-Dividend Days: Additional Evidence», *Journal of Financial Economics*, 21, pp. 291-298.
- Kato, K. e Schallheim, J. S. (1992), «Public and Private Placements of Seasoned Equity Issues in Japan», Working Paper, University of Utah.
- Keasey, K. e Waston, R. (1996), «Owner-Manager Drawings, Firm Performance and Financial Structure: An Analysis of Small Closely-Held UK Firms», *Journal of Business Finance & Accounting*, 23 (5/6), pp. 753-777.

- Keim, D. (1985), «Dividend Yields and Stock Returns: Implications of Abnormal January Returns», *Journal of Financial Economics*, 14 (3), pp. 473-489.
- Kemsley, D. e Nissim, D. (2002), «Valuation of the Debt-Tax Shield», *The Journal of Finance*, 57 (5), pp. 2045-2073.
- Kester, W. C. (1986), «Capital an Ownership Structure a Comparison of United Sates and Japanese Manufacturing Corporations», *Financial Management*, 15 (1), pp. 5-16.
- Khanna, N. e Tice, S. (2000), «Strategic Responses of Incumbents to New Entry: The Effect of Ownership Structure, Capital Structure, and Focus», *The Review of Financial Studies*, 13 (3), pp. 749-779.
- Kim, E. H. (1978), «A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity», *The Journal of Finance*, 33 (1), pp. 45-63.
- Kim, E. H. (1982), «Miller's Equilibrium, Shareholder Leverage Clienteles, and Optimal Capital Structure», *The Journal of Finance*, 37 (2), pp. 301-319.
- Kim, E. H. e Taggart, R. A. (1982), «Miller's Equilibrium, Shareholder Leverage Clienteles, and Optimal Capital Structure/Discussion», *The Journal of Finance*, 37 (2), pp. 321-323.
- Kim, E. H.; Lewellen, W. G. e McConnell (1979), «Financial Leverage Clienteles: Theory and Evidence», *Journal of Financial Economics*, 7 (1), pp. 83-110.
- Kim, W. S. e Sorensen, E. H. (1986), «Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt in Corporate Debt Policy», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21 (2), pp. 131-144.
- Kochhar, R. (1996), «Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Costs Economics», *Strategic Management Journal*, 17 (9), pp. 713-728.
- Kochhar, R. e Hitt, M. A. (1998), «Linking Corporate Strategy to Capital Structure: Diversification Strategy, Type and Source of Financing», *Strategic Management Journal*, 19 (6), pp. 601-610.
- Korajczyk, R. A.; Lucas, D. J. e McDonald, R. L. (1992), «Equity Issues With Time-Varying Asymmetric Information», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27 (3), pp. 397-417.
- Kovenock, D. e Phillips, G. (1997), «Capital Structure and Product Market Behavior: An Examination of Plant Exit and Investment Decisions», *The American Economic Review*, 90, pp. 767-803.
- Krasker, W. (1986), «Stock Price Movements in Response to Stock Issues Under Asymmetric Information», *The Journal of Finance*, 41 (1), pp. 93-105.
- Kraus, A. e Litzenberger, R. H. (1973), «State Preference Model of Optimal Financial Leverage», *The Journal of Finance*, 28 (3), pp. 911-922.
- Krishnaswami, S.; Spindt, P. A. e Subramaniam, V. (1999), «Information Asymmetric, Monitoring, and the Placement Structure of Corporate Debt», *Journal of Financial Economics*, 51 (3), pp. 407-434.
- Kumar, P. (1988), «Shareholder-Manager Conflict and the Information Content of Dividends», *The Review of Financial Studies*, 1 (2), pp. 111-136.
- Kumar, R. e Sopariwala, P. R. (1992), «The Effect of Adoption of Long-Term Performance Plans on Stock Prices and Accounting Numbers», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27 (4), pp. 561-573.
- Kwan, C. (1981), «Efficient Market Tests of the Informational Content of Dividend Announcements: Critique and Extension», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16 (2), pp. 193-206.

- Laitinen, E. K. (1991), «Financial Ratios and Different Failure Processes», *Journal of Business Finance & Accounting*, 18 (5), pp. 649-673.
- Lakonishok, J. e Vermaelen, T. (1986), «Tax-Induced Trading Around Ex-Dividend Days», *Journal of Financial Economics*, 16 (3), pp. 287-319.
- Lambert, R. A.; Larcker, D. F. e Weigelt, K. (1991), «How Sensitive is Executive Compensation to Organizational Size?», *Strategic Management Journal*, 12 (5), pp. 395-402.
- Lambert, R.; Lanen, W. e Larcker, D. (1989), «Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24, pp. 409-425.
- Landström, H. (1993), «Agency Theory and its Application to Small Firms: Evidence from the Swedish Venture Capital Market», *Journal of Small Business Finance*, 2 (3), pp. 203-218.
- Lang, L. H. e Litzenberger, R. H. (1989), «Dividend Announcements: Cash Flow Signaling Versus Free Cash Flow Hypothesis?», *Journal of Financial Economics*, 24 (1), pp. 181-191.
- Lasfer, M. (1995a), «Ex-Day Behavior: Tax or Short-Term Trading Effects», *The Journal of Finance*, 50 (3), pp. 875-897.
- Lasfer, M. (1995b), «Agency Costs, Taxes and Debt: The UK Evidence», *European Financial Management*, 1 (3), pp. 265-285.
- Lasfer, M. (1996), «Taxes and Dividends: The UK Evidence», *Journal of Banking and Finance*, 20 (3), pp. 455-472.
- Laub, P. M. (1976), «On the Informational Content of Dividends», *The Journal of Business*, 49 (1), pp. 73-80.
- Lease, R. C.; John, K.; Kalay, A.; Loewenstein, U. e Sarig, O. H. (1999), «Dividend Policy: Its Impact on Firm Value», Harvard Business School Press, Boston.
- Leland, H. E. (1994), «Corporate Debt Value, Bonds Covenants, and Optimal Capital Structure», *The Journal of Finance*, 49 (4), pp. 1213-1252.
- Leland, H. E. (1998), «Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure», *The Journal of Finance*, 53 (4), pp. 1213-1243.
- Leland, H. E. e Pyle, D. H. (1977), «Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation», *The Journal of Finance*, 32 (2), pp. 371-387.
- Leland, H. E. e Toft, K. B. (1996), «Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads», *The Journal of Finance*, 51 (3), pp. 987-1019.
- Levasseur, M. e Quintart, A. (2000), «La Capacité d'Endettement», *Banque & Marchés*, 45, Março-Abril, pp. 5-20.
- Lewellen, W.; Loderer, C. e Martin, K. (1987), «Executive Compensation and Executive Incentive Problems: An Empirical Analysis», *Journal of Accounting and Economics*, 9 (3), pp. 287-310.
- Lie, E. (2000), «Excess Funds and Agency Problems: An Empirical Study of Incremental Cash Disbursements», *The Review of Financial Studies*, 13 (1), pp. 219-248.
- Lie, E. e Lie, H. (1999), «The Role of Personal Taxes in Corporate Decisions: An Empirical Analysis of Share Repurchases and Dividends», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 34 (4), pp. 533-552.
- Lintner, J. (1956), «Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes», *The American Economic Review*, 46 (2), pp. 97-113.
- Lippert, R. L. e Moore, W. T. (1995), «Monitoring Versus Bonding: Shareholder Rights and Management Compensation», *Financial Management*, 24 (3), pp. 54-62.

- Lippert, R. L.; Nixon, T. D. e Pilotte, E. A. (2000), «Incentive Compensation and the Stock Price Response to Dividend Increase Announcements», *The Financial Review*, 35 (4), pp. 69-94.
- Lipson, M. L., Maquieira, C. P. e Megginson, W. (1998), «Dividend Initiations and Earnings Surprises», *Financial Management*, 27 (3), pp. 36-45.
- Litzenberger, R. e Ramaswamy, K. (1979), «The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence», *Journal of Financial Economics*, 7 (2), pp. 163-195.
- Litzenberger, R. e Ramaswamy, K. (1982), «The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects?», *The Journal of Finance*, 37 (2), pp. 429-443.
- Lloyd, W. P.; Jahera, J. S. Jr. e Page, D. E. (1985), «Agency Costs and Dividend Payout Ratios», *Quarterly Journal of Business and Economics*, 24 (3), pp. 19-29.
- Lobo, G. J. e Tung, S. (1997), «Relation Between Predisclosure Information Asymmetric and Trading Volume Reaction Around Quarterly Earnings Announcements», *Journal of Business Finance & Accounting*, 24 (6), pp. 851-867.
- Loderer, C. J.; Cooney, J. W. e Van Drunen, L. D. (1991), «The Price Elasticity of Demand for Common Stock», *The Journal of Finance*, 46 (2), pp. 621-651.
- Long, J. (1978), «The Market Valuation of Cash Dividends: A Case to Consider», *Journal of Financial Economics*, 6 (2/3), pp. 235-264.
- Long, M. e Malitz, I. (1985), «The Investment-Financing Nexus: Some Empirical Evidence», *Midland Corporate Finance Journal*, 3, pp. 53-59.
- Long, M. S.; Malitz, I. B. e Sefcik, S. E. (1994), «An Empirical Examination of Dividend Policy Following Debt Issues», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29 (1), pp. 131-144.
- Loughran, T. e Ritter, J. R. (1997), «The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings», *The Journal of Finance*, 52 (5), pp. 1823-1850.
- Lucas, D. J. e McDonald, R. L. (1998), «Shareholder Heterogeneity, Adverse Selection, and Payout Policy», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33 (2), pp. 233-253.
- Luo, G. Y.; Brick, I. e Frierman M. (2002), «Strategic Decision Making of the Firm Under Asymmetric Information», *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 19 (2), pp. 215-238.
- Ly, F. (1998), «La Structure Financière : L'Apport de la Théorie des Jeux et des Modèles de Causalité», Dissertação de Doutoramento, Université Paris - IX-Dauphine.
- Ly, F. (1999), «La Détermination Simultanée des Structures Financières: Le Cas Français», *Banque & Marchés*, 40, Maio/Junho, pp. 50-58.
- MacKie-Mason, J. (1990), «Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?», *The Journal of Finance*, 45 (5), pp. 1471-1493.
- Maksimovic, V. (1988), «Capital Structure in Repeated Oligopolies», *Rand Journal of Economics*, 19 (3), pp. 389-407.
- Malécot, J-F. (1992), «La Situation des Groupes Industriels et Commerciaux de 1870 à 1990», CEREG, Université de Paris Dauphine, *Cahier de Recherche* n° 9203.
- Marcus, A. J. (1982), «Risk Sharing and the Theory of the Firm», *Bell Journal of Economics*, 13 (2), pp. 369-378.
- Marsden, A. (1996), «Security Price Reaction to Rights Issues: An Extension of the Myers and Majluf Model», *Research in Finance*, Suplemento 2, pp. 119-141.

- Marsh, P. R. (1982), «The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study», *The Journal of Finance*, 37 (1), pp. 121-144.
- Martins, A. (1998), «A Fiscalidade e o Financiamento das Empresas: A Influência da Reforma Fiscal de 1988 na Estrutura de Capital das Sociedades Anónimas Portuguesas da Indústria Transformadora», Dissertação de Doutoramento, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- Martins, A. (2003), «The Financing Preferences of SME and their Views of Research Needs: Evidence from Portugal», *14th Conference Academy of Entrepreneurial Finance*, Maio de 2003, Chicago.
- Martins, A. e Gama, P. M. (2002), «A Fiscalidade e os Dividendos: Uma Análise Empírica da Distribuição de Lucros das Sociedades Portuguesas entre 1989 e 1995», in *A Fiscalidade e o Sistema Económico: Escritos sobre a Tributação do Rendimento*, Fundação Bissaya-Barreto, Instituto Superior Bissaya-Barreto, pp. 71-103.
- Masulis, R. W. e Korwar, A. N. (1986), «Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation», *Journal of Financial Economics*, 15 (1/2), pp. 91-118.
- Mateus, C. e Brandão, E. (2001), «Impacto dos Impostos nas Decisões de Financiamento das Empresas», *Actas das XI Jornadas Hispanolusas de Gestión Científica*, Cáceres, Fevereiro de 2001.
- Mateus, C. e Brandão, E. (2002), «Taxes and Corporate Debt Policy: An Empirical Investigation», *Actas das XII Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica*, Vol. II, Universidade da Beira Interior, 10-12 Abril de 2002, Covilhã, pp. 202-207.
- Maurer, B. (1999), «Innovation and Investment Under Financial Constraints and Product Market Competition», *International Journal of Industrial Organization*, 17 (4), pp. 455-476.
- Mayer, C. (1988), «New Issues in Corporate Finance», *European Economic Review*, 32 (5), pp. 1167-1189.
- McCabe, G. (1979), «The Empirical Relationship Between Investment and Financing: A New Look», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 14 (1), pp. 119-135.
- McConnell, J. J. e Muscarella, C. J. (1985), «Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm», *Journal of Financial Economics*, 14 (3), pp. 399-422.
- Meggison, W. (1997), «*Corporate Finance Theory*», Addison-Wesley, Reading MA.
- Michaely, R. (1991), «Ex-Dividend Day Stock Price Behavior: The Case of the 1986 Tax Reform Act», *The Journal of Finance*, 46 (3), pp. 845-859.
- Michaely, R.; Thaler, R. e Womack, K. (1995), «Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?», *The Journal of Finance*, 50 (2), pp. 573-608.
- Michel, A. (1979), «Industry Influence on Dividend Policy», *Financial Management*, 8 (3), pp. 22-26.
- Mikkelson, W. H. e Partch, M. M. (1986), «Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process», *Journal of Financial Economics*, 15 (1/2), pp. 31-60.
- Miller, M. H. (1977), «Debt and Taxes», *The Journal of Finance*, 32 (2), pp. 261-275.
- Miller, M. H. e Modigliani, F. (1961), «Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares», *The Journal of Business*, 34 (4), pp. 411-433.
- Miller, M. H. e Rock, K. (1985), «Dividend Policy Under Asymmetric Information», *The Journal of Finance*, 40 (4), pp. 1031-1051.
- Miller, M. H. e Scholes, M. S. (1978), «Dividends and Taxes», *Journal of Financial Economics*, 6 (4), pp. 333-364.

- Miller, M. H. e Scholes, M. S. (1982), «Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence», *Journal of Political Economy*, 90 (6), pp. 1118-1141.
- Modigliani, F. (1982), «Debt, Dividend Policy, Taxes, Inflation and Market Valuation», *The Journal of Finance*, 37 (2), pp. 255-273.
- Modigliani, F. e Miller, M. H. (1958), «The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment», *The American Economic Review*, 48 (3), pp. 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), pp. 433-443.
- Moh'd, M. A.; Perry, L. L. e Rimbey, J. N. (1995), «An Investigation of the Dynamic Relationship Between Agency Theory and Dividend Policy», *The Financial Review*, 30 (2), pp. 367-385.
- Morck, R.; Shleifer, A. e Vishny, R. W. (1990), «Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions», *The Journal of Finance*, 45 (1), pp. 31-48.
- Morgan, G. e Thomas, S. (1998), «Taxes, Dividend Yields and Returns in the UK Equity Market», *Journal of Banking and Finance*, 22 (4), pp. 405-423.
- Morgan, I. (1982), «Dividends and Capital Asset Prices», *The Journal of Finance*, 37 (4), pp. 1071-1086.
- Moussu, C. (2000), «Endettement, Accords Implicites et Capital Organisationnel: Vers une Théorie Organisationnelle de la Structure Financière», *Finance Contrôle Stratégie*, 3 (2), pp. 167-196.
- Moyer, R.; Chatfield, R. e Sisneros, P. (1989), «Security Analyst Monitoring Activity: Agency Costs and Information Demands», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24 (4), pp. 503-512.
- Mozes, H. A. e Rapaccioli, D. C. (1998), «The Link Between Dividend Changes and Future Earnings», *Journal of Financial Statement Analysis*, 3 (3), pp. 29-39.
- Murphy, K. J. (1985), «Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis», *Journal of Accounting and Economics*, 7 (1/2/3), pp. 11-42.
- Myers, S. C. (1977), «Determinants of Corporate Borrowing», *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147-175.
- Myers, S. C. (1984), «The Capital Structure Puzzle», *The Journal of Finance*, 39 (3), pp. 575-592.
- Myers, S. C. (2000), «Outside Equity», *The Journal of Finance*, 55 (3), pp. 1005-1037.
- Myers, S. C. e Majluf, N. S. (1984), «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors do Not Have», *Journal of Financial Economics*, 13 (2), pp. 187-221.
- Myers, S. C. e Rajan, R. (1998), «The Paradox of Liquidity», *The Quarterly Journal of Economics*, 113 (3), pp. 733-772.
- Myers, S. C. e Robichek, A. A. (1966), «Problems in the Theory of Capital Structure», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Junho, pp. 1-35.
- Naidu, G. N. (1984), «Country and Industry Norms of Capital Structure: Asian Evidence», *Management International Review*, 24 (1), pp. 64-70.
- Naranjo, A.; Nimalendran, M. e Ryngaert, M. (1998), «Stock Returns, Dividend Yields, and Taxes», *The Journal of Finance*, 53 (6), pp. 2029-2057.
- Narayanan, M. P. (1988), «Debt Versus Equity Under Asymmetric Information», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23 (1), pp. 39-51.

- Nissim, D. e Ziv, A. (2001), «Dividend Changes and Future Profitability», *The Journal of Finance*, 56 (6), pp. 2111-2133.
- Noe, T. H. (1988), «Capital Structure and Signaling Game Equilibria», *The Review of Financial Studies*, 1 (3), pp. 331-355.
- Noronha, G. M., Shome, D. K. e Morgan, G. E. (1996), «The Monitoring Rationale for Dividends and the Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions», *Journal of Banking and Finance*, 20 (3), pp. 439-454.
- Norton, E. (1990), «Similarities and Differences in Small and Large Corporation Beliefs About Capital Structure Policy», *Small Business Economics*, 2, pp. 229-245.
- Norton, E. (1991), «Factors Affecting Capital Structure Decisions», *The Financial Review*, 26 (3), pp. 431-446.
- Novaes, W. e Zingales, L. (1995), «Capital Structure Choice when Managers are in Control: Entrenchment versus Efficiency», NBER Working Paper Nº 5384.
- Nuttal, R. (1999), «Takeover Likelihood Models for UK Quoted Companies», Working Paper, (Disponível em <http://papers.ssrn.com>).
- Ofer, A. R. e Siegel, D. R. (1987), «Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends», *The Journal of Finance*, 42 (4), pp. 889-911.
- Ofer, A. R. e Thakor, A. (1987), «A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends», *The Journal of Finance*, 42 (2), pp. 365-394.
- Ohlson, J. A. (1980), «Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy», *Journal of Accounting Research*, 18 (1), pp. 109.
- Ohlson, J. A. (1995), «Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation», *Contemporary Accounting Research*, 11 (2), pp. 661-687.
- Opler, T. e Titman, S. (1994), «Financial Distress and Corporate Performance», *The Journal of Finance*, 49 (3), pp. 1015-1040.
- Oppenheimer, H. R. e Dielman, T. E. (1988), «Firm Dividend Policy and Insider Activity: Some Empirical Results», *Journal of Business Finance & Accounting*, 15 (4), pp. 525-541.
- Pacheco, L. P. K. (1999), «O Estado da Arte em Política de Dividendos», Bolsa de Derivados do Porto, Série Moderna Finança, nº 9.
- Padilla, M. G. R. (1999), «La Controversia de la Política de Dividendos: Una Revisión de la Literatura Teórica y Empírica», *Actualidad Financiera*, 7, Julho, pp. 13-29.
- Palenzuela, V. A. e Hidalgo, A. M. (1990), «Nuevos Enfoques en la Teoría de la Estructura de Capital (Hacia una Integración de las Finanzas y la Microeconomía)», *Revista de Economía y Empresa*, 10 (27/28), pp. 187-198.
- Palepu, K. G. (1986), «Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis», *Journal of Accounting and Economics*, 8 (1), pp. 3-35.
- Papaoianou, G. e Savarese, C. (1994), «Corporate Dividend Policy Response to the Tax Reform Act of 1986», *Financial Management*, 23 (1), pp. 56-63.
- Papoulias, C. e Theodossiou, P. (1992), «Analysis and Modeling of Recent Business Failures in Greece», *Managerial and Decisions Economics*, 13 (2), pp. 163-169.
- Paquerot, M. (1997), «Stratégies d'Enracinement des Dirigeants, Performance de la Firme et Structures de Contrôle», in *Le Gouvernement d'Entreprise, Théorie et Faits*, Économica, Ed. Charreaux, G., pp. 105-138.

- Park, C. (2000), «Monitoring and Structure of Debt Contracts», *The Journal of Finance*, 55 (5), pp. 2157-2195.
- Parrino, R. e Weisbach, M. (1999), «Measuring Investment Distortions Arising from Stockholder-Bondholder Conflicts», *Journal of Financial Economics*, 53 (1), pp. 3-42.
- Penman, S. H. (1983), «The Predictive Content of Earnings Forecasts and Dividends», *The Journal of Finance*, 38 (4), pp. 1181-1199.
- Penman, S. H. e Sougiannis, T. (1997), «The Dividend Displacement Property and the Substitution of Anticipated Earnings for Dividends in Equity Valuation», *The Accounting Review*, 72 (1), pp. 1-22.
- Peste, J. J. S. L. (1997), «Modelos de Análise de Risco para Particulares: Novas Perspectivas com as Redes Neurais», Dissertação de Mestrado em Economia Financeira, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- Petersen, M. A. e Rajan, R. G. (2002), «Does Distance Still Matter?, The Information Revolution in Small Business Lending», *The Journal of Finance*, 57 (6), pp. 2533-2570.
- Petersen, M. e Rajan, R. (1994), «The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data», *The Journal of Finance*, 49 (1), pp. 3-37.
- Peterson, P.; Peterson, D. e Ang, J. (1985), «Direct Evidence on the Marginal Rate of Taxation on Dividend Income», *Journal of Financial Economics*, 14 (2), pp. 267-282.
- Pettit, R. R. (1972), «Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency», *The Journal of Finance*, 27 (5), pp. 993-1007.
- Pinegar, J. M. e Wilbricht, L. (1989), «What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey», *Financial Management*, 18 (4), pp. 82-91.
- Platt, H. D.; Platt, M. B. e Pedersen, J. G. (1994), «Bankruptcy Discrimination with Real Variables», *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(4), pp. 491-510.
- Poincelot, E. (1999), «Le Rôle de l'Endettement dans le Contrôle du Comportement Managérial: Le Cas des Firmes Dégageant du Free Cash-Flow», *Finance Contrôle Stratégie*, 2 (1), pp. 75-89.
- Poitevin, M. (1989), «Financial Signalling and the 'Deep-pocket' Argument», *Rand Journal of Economics*, 20 (1), pp. 26-40.
- Poterba, J. (1986), «The Market Valuation of Cash Dividends: The Citizens Utilities Case Reconsidered», *Journal of Financial Economics*, 15 (3), pp. 395-405.
- Poterba, J. e Summers, L. (1984), «New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends», *The Journal of Finance*, 39 (5), pp. 1397-1415.
- Powell, R. G. (1997), «Modelling Takeover Likelihood», *Journal of Business Finance & Accounting*, 24 (7/8), pp. 1009-1031.
- Rajan, R. (1992), «Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arm's-Length Debt», *The Journal of Finance*, 47 (4), pp. 1367-1400.
- Rajan, R. e Zingales, L. (1995), «What do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data», *The Journal of Finance*, 50 (5), pp. 1421-1460.
- Ravid, S. A. e Sarig, O. H. (1991), «Financial Signaling by Committing to Cash Outflows», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26 (2), pp. 165-180.
- Remmers, L.; Stonehill, A.; Wright, R. e Beekhuisen, T. (1974), «Industry and Size as Debt Ratio Determinants in Manufacturing Internationally», *Financial Management*, 3 (2), pp. 24-32.
- Riahi-Belkaoui, A. (1999), «Capital Structure: Determination, Evaluation, and Accounting», Qorum Books, London.

- Richardson, G.; Sefcik, S. e Thompson, R. (1986), «A Test of Dividend Irrelevance Using Volume Reactions to a Change in Dividends Policy», *Journal of Financial Economics*, 17 (2), pp. 313-333.
- Ritter, J. (1987), «The Costs of Going Public», *Journal of Financial Economics*, 19 (2), pp. 269-281.
- Rocha, L. M. (2001), «A Teoria Financeira no Contexto das Pequenas e Médias Empresas: O Caso do Sector Têxtil e de Vestuário em Portugal», BVLPI, Série Moderna Finança, nº 24.
- Rodríguez, F. G. (1995), «La Reacción de los Precios de las Acciones Ante Anuncios de Dividendos: La Evidencia Empírica en el Mercado Español de Valores», *Investigaciones Económicas*, 19 (2), pp. 249-268.
- Rodríguez, L. F. (1996), «Indicadores e Diagnóstico de Situações de Crise Financeira para PME'S», Dissertação de Mestrado em Economia Europeia, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- Rosenberg, B. e Marathé, V. (1979), «Tests of Capital Asset Pricing Hypothesis», *Research in Finance*, 1, pp. 115-224.
- Ross, S. A. (1977), «The Determination of Financial Structure: The Incentive - Signalling Approach», *Bell Journal of Economics*, 8 (1), pp. 23-40.
- Ross, S. A.; Westerfield, R. W. e Jaffe, J. (1999), «Corporate Finance», Irwin/McGraw-Hill, 5ª Edição.
- Rozeff, M. S. (1982), «Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios», *Journal of Financial Research*, 5 (3), pp. 249-259.
- Rubinstein, M. (1973), «A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory», *The Journal of Finance*, 28 (1), pp. 167-181.
- Saá-Requeijo, J. (1996), «Financial Decisions: Lessons from the Spanish Experience», *Financial Management*, 25, pp. 44-56.
- Safieddine, A. e Titman, S. (1999), «Leverage and Corporate Performance: Evidence from Unsuccessful Takeovers», *The Journal of Finance*, 54 (2), pp. 547-580.
- Santana, O. M.; Martel, M. C. V.; Sales, L. J.; Apolinario, R. M. C. e Padrón, Y. G. (2002), «Un Análises de los Factores Determinantes del Endividamiento de las Empresas Españolas», *Actas das XII Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica*, Vol. II, Universidade da Beira Interior, 10-12 Abril de 2002, Covilhã, pp. 166-173.
- Santos, M. J. S. (2002), «A Previsão de Insolvência no Domínio das PME's com Recurso à Análise Discriminante e à Regressão Logística», *Actas das XII Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica*, Vol. II, Universidade da Beira Interior, 10-12 Abril de 2002, Covilhã, pp. 422-430.
- Schmidt, D. R. e Fowler, K. L. (1990), «Post-Acquisition Financial Performance and Executive Compensation», *Strategic Management Journal*, 11 (7), pp. 559-569.
- Schooley, D. e Barney, D. (1994), «Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs», *Journal of Financial Research*, 17 (3), pp. 363-373.
- Schulman, C.; Thomas, D.; Sellers, K. e Kennedy, D. (1996), «Effects of Tax Integration and Capital Gains Tax on Corporate Leverage», *National Tax Journal*, 49 (1), pp. 31-54.
- Scott, D. F. (1972), «Evidence on the Importance of Financial Structure», *Financial Management*, 1 (2), pp. 45-50.
- Scott, D. F. (1977), «Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Capital Structure», *The Journal of Finance*, 32 (1), pp. 1-19.

- Scott, D. F. e Martin, J. D. (1975), «Industry Influence on Financial Structure», *Financial Management*, 4 (1), pp. 67-73.
- Scott, J. H. (1976), «A Theory of Optimal Capital Structure», *Bell Journal of Economics*, 7 (1), pp. 33-54.
- Scott, J. H. (1981), «The Probability of Bankruptcy: A Comparison of Empirical Predictions and Theoretical Models», *Journal of Banking and Finance*, 5 (3), pp. 317-344.
- Seida, J. A. (2001), «Evidence of Tax-Clientele-Related Trading Following Dividend Increases», *The Journal of the American Taxation Association*, 23 (Supplement), pp. 1-21.
- Senbet, L. W. e Taggart, R. A. (1984), «Capital Structure Equilibrium Under Market Imperfections and Incompleteness», *The Journal of Finance*, 39 (1), pp. 93-103.
- Shavell, S. (1979), «Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship», *Bell Journal of Economics*, 10 (1), pp. 55-73.
- Shevlin, T. (1990), «Estimating Corporate Marginal Tax Rates with Asymmetric Tax Treatment of Gains and Losses», *Journal of the American Taxation Association*, 12, pp. 51-67.
- Shevlin, T. (2001), «Discussion of Evidence of Tax-Clientele-Related trading Following Dividend Increases», *The Journal of the American Taxation Association*, 23 (Supplement), pp. 22-26.
- Shivdasani, A. (1993), «Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers», *Journal of Accounting and Economics*, 16 (1/3), pp. 167-198.
- Shleifer, A. e Vishny, R. W. (1989), «Managerial Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments», *Journal of Financial Economics*, 25, pp. 123-139.
- Showalter, D. (1995), «Oligopoly and Financial Structure: Comment», *The American Economic Review*, 85 (3), pp. 647-653.
- Showalter, D. (1999), «Strategic Debt: Evidence in Manufacturing», *International Journal of Industrial Organization*, 17 (3), pp. 319-333.
- Shyam-Sunder, L. e Myers, S. C. (1999), «Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital Structure», *Journal of Financial Economics*, 51 (2), pp. 219-244.
- Siddiqi, M. A. (1995), «An Indirect Test for Dividend Relevance», *Journal of Financial Research*, 18 (1), pp. 89-101.
- Smith, C. Jr. e Warner, J. (1979), «On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants», *Journal of Financial Economics*, 7 (2), pp. 117-161.
- Smith, C. W. (1986), «Investment Banking and the Capital Acquisition Process», *Journal of Financial Economics*, 15 (1/2), pp. 3-29.
- Smith, C. W. e Watts, R. L. (1992), «The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies», *Journal of Financial Economics*, 32 (3), pp. 263-292.
- Sousa, E. J. C. (1995), «A Estrutura do Capital nas Empresas da Indústria Cerâmica de Revestimentos e Pavimentos», Dissertação de Mestrado em Economia Europeia, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- Stiglitz, J. E. (1969), «A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem», *The American Economic Review*, 59 (5), pp. 784-793.
- Stohs, M. e Mauer, D. (1996), «The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure», *The Journal of Business*, 69 (3), pp. 279-312.
- Stone, B. (1977), «Discussant Remarks on J. Warner's 'Bankruptcy Costs: Some Evidence' », *The Journal of Finance*, 32, pp. 366-367.

- Strong, N. (1998), «Discussion of the Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Payout Ratios of Firms in the UK», *Journal of Business Finance & Accounting*, 25 (9/10), pp. 1157-1161.
- Stulz, R. M. (1988), «Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control», *Journal of Financial Economics*, 20 (1/2), pp. 25-54.
- Stulz, R. M. (1990), «Managerial Discretion and Optimal Financing Policies», *Journal of Financial Economics*, 26 (1), pp. 3-27.
- Stulz, R. M. (1996), «Rethinking Risk Management», *Journal of Applied Corporate Finance*, 9, pp. 8-24.
- Suárez, A. S. S. (1993), «Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa», Ediciones Pirámide, S. A., Madrid.
- Summers, L. (1982), «Discussion of Litzengerger and Ramaswamy (1980)», *The Journal of Finance*, 37, pp. 472-474.
- Taylor, P. e Lwe, J. (1995), «A Note on Corporate Strategy and Capital Structure», *Strategic Management Journal*, 16 (5), pp. 411-414.
- Thakor, A. V. (1996), «Capital Requirements, Monetary Policy, and Aggregate Bank Lending: Theory and Empirical Evidence», *The Journal of Finance*, 51 (1), pp. 279-324.
- Theis, J. e Casey, M. (1999), «An Empirical Investigation of Agency Relationships and Capital Structure of Property Management Firms in the UK», *Journal of Property Investment & Finance*, 17 (1), 27-35.
- Thies, C. F. e Klock, M. S. (1992), «Determinants of Capital Structure», *Review of Financial Economics*, 1 (2), pp. 40-52.
- Thorburn, K. S. (2000), «Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery, and Firm Survival», *Journal of Financial Economics*, 58 (3), pp. 337-368.
- Titman, S. (1984), «The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision», *Journal of Financial Economics*, 13 (1), pp. 137-151.
- Titman, S. e Wessels, R. (1988), «The Determinants of Capital Structure Choice», *The Journal of Finance*, 43 (1), pp. 1-19.
- Toy, N.; Stonehill, A.; Remmers, L.; Wrigh, R. e Beekhuisen, T. (1974), «A Comparative International Study of Growth, Profitability, and Risk as Determinants of Corporate Debt Ratios in the Manufacturing Sector», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9, pp. 875-886.
- Trezevant, R. (1992), «Debt Financing and Tax Status: Test of the Substitution Effect and the Exhaustion Hypothesis Using Firm's Responses to the Economic Recovery Tax Act of 1981», *The Journal of Finance*, 47 (4), pp. 1557-1568.
- Tse, C-B (2002), «Signs of the Times», *Financial Management*, Julho/Agosto, pp. 30-31.
- Tsoukalas, D. (1999), «Predictable Patterns of Stock Returns: Evidence from Japanese Stock Market», *International Journal of Management*, 16 (4), pp. 574-585.
- Tsoukalas, D. e Sil, S. (2000), «The Determinants of Stock Price: Evidence from the United Kingdom Stock Market», *International Journal of Management*, 17 (1), pp. 53-61.
- Van Horne, J. C. (2001), «Financial Management Policy», 12.^a edição, Prentice Hall, New Jersey.
- Venkatesh, P. C. (1989), «The Impact of Dividend Initiation on the Information Content of Earnings Announcements and Returns Volatility», *The Journal of Business*, 62 (2), pp. 175-197.

- Vilabella, L. B. e Silvana, A. R. (1997), «Un Modelo de Síntese de Los Factores que Determinan la Estructura de Capital Óptima de las PME's», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 6 (1), pp. 107-124.
- Viswanath, P. V. (1993), «Strategic Considerations, the Pecking Order Hypothesis, and Market Reactions to Equity Financing», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28 (2), pp. 213-234.
- Vogt, S. C. (1994), «The Role of Internal Financial Sources in Firm Financing and Investment Decisions», *Review of Financial Economics*, 4 (1), pp. 1-24.
- Wald, J. K. (1999), «How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison» *The Journal of Financial Research*, 22 (2), pp. 161-187.
- Wang, H. C. e Barney, J. B. (2001), «A Stakeholder Theory of Corporate Diversification», Working Paper (Disponível em <http://papers.ssrn.com>).
- Warner, J. B. (1977), «Bankruptcy Costs: Some Evidence», *The Journal of Finance*, 32 (2), pp. 337-348.
- Waston, R. e Wilson, N. (2002), «Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some Empirical Implications of a Pecking Order», *Journal of Business Finance & Accounting*, 29 (3/4), pp. 557-578.
- Watts, R. (1973), «The Information Content of Dividends», *The Journal of Business*, 46 (2), pp. 191-211.
- Weston, J. F. (1989), «What MM Have Wrought», *Financial Management*, 18 (2), pp. 29-38.
- White, L. (1996), «Executive Compensation and Dividend Policy», *Journal of Corporate Finance*, 2, pp. 335-358.
- Williamson, O. (1988), «Corporate Finance and Corporate Governance», *The Journal of Finance*, 43 (3), pp. 567-591.
- Woolridge, J. (1983), «Dividend Changes and Security Prices», *The Journal of Finance*, 38 (5), pp. 1607-1615.
- Wruck, K. H. (1989), «Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings», *Journal of Financial Economics*, 23 (1), pp. 3-28.
- Yazdipour, R. e Song, M. H. (1991), «Optimum Management Contracting, Agency Problem and the Size of the Firm: A Background Analysis», in *Advances in Small Business Finance*, Netherlands.
- Yoon, P. e Starks, L. (1995), «Signalling, Investment Opportunities and Dividend Announcements», *The Review of Financial Studies*, 8, pp. 995-1018.
- Yosha, O. (1995), «Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source», *Journal of Financial Intermediation*, 4 (1), pp. 3-20.
- Zavgren, C. V. (1985), «Assessing the Vulnerability to Failure of American Industrial Firms: A Logistic Analysis», *Journal of Business Finance & Accounting*, 12 (1), pp. 19-45.
- Zavgren, C. V. e Friedman, G. E. (1988), «Are Bankruptcy Prediction Models Worthwhile? An Application in Securities Analysis», *Management International Review*, 28 (1), pp. 34-44.
- Zeng, T. (2003), «What Determines Dividend Policy: A Comprehensive Test», *Journal of American Academy of Business*, 2 (2), pp. 304-309.
- Zingales, L. (1998), «Survival of the Fittest or the Fattest? Exit and Financing in the Trucking Industry», *The Journal of Finance*, 53 (3), pp. 905-938.
- Zwiebel, J. (1996), «Dynamic Capital Structure Under Management Entrenchment», *The American Economic Review*, 86 (5), pp. 1197-1215.

Série

Ensino

•

Imprensa da Universidade de Coimbra

Coimbra University Press

2006

