

# O Endividamento das Empresas e das Famílias Portuguesas<sup>1</sup>

Joaquim António Martins Ferrão

ISCAL - IPL

[jaferrao@iscal.ipl.pt](mailto:jaferrao@iscal.ipl.pt)

## Resumo

Tendo por base fundamentalmente as séries de crédito concedido a empresas e particulares, fornecidas pelo Banco de Portugal, concluímos que a crise económica e financeira, não é apenas uma crise do Estado, ou uma crise orçamental. O Estado, as empresas, os particulares atingiram um nível de endividamento muito grande, dificilmente suportável. O Universo dos particulares e das empresas é mais vasto e diversificado pelo que apenas podemos fazer uma caracterização em termos médios. No período posterior ao memorando com a Troika, temos assistido a um processo de desalavancagem dos bancos e conseqüentemente dos restantes agentes económicos privados, com particular incidência nas PME's e no crédito ao consumo dos particulares.

Palavras chave: Endividamento, desendividamento, rácios de incumprimento, rácio de autonomia financeira.

---

<sup>1</sup> Comunicação proferida no ISCAL a 24 de Novembro de 2012, subordinada ao tema “**Crise Económica e Financeira**”, organizada pela Direcção da Licenciatura em Finanças Empresariais

## 1. Introdução

O recurso a capitais alheios, vulgarmente designado recurso ao crédito e consequente alteração da posição patrimonial de uma entidade, traduzida na sua dependência de duas fontes de financiamento, capitais próprios e capitais alheios, tem associado um conjunto de virtualidades no presente e de efeitos menos bons ou até adversos no futuro.

O recurso ao endividamento por parte dos indivíduos e das famílias permite-lhes antecipar consumo. Relativamente às empresas, estas podem concretizar oportunidades de investimento, as quais ficariam adiadas, podendo mesmo deixar de ser interessantes em momentos posteriores. Por outro lado, considerando que para baixos níveis de endividamento, o custo do capital alheio é inferior ao custo do capital próprio, a utilização de capital alheio na estrutura de capital faz baixar o custo médio do capital, o que leva a que mais projectos e mais decisões de investimento se tornem atractivas.

No que concerne ao Estado e Administração Pública, o recurso ao endividamento torna possível concretizar investimentos públicos de grande envergadura; como hospitais, estradas, pontes, etc. Permite por outro lado, estabilizar o nível dos gastos sociais e programar políticas sociais, tendo em conta que muitos destes gastos dependem de factores não completamente controláveis, tais como os gastos com a saúde da população, os gastos com o subsídio de desemprego, etc. O recurso ao endividamento é por vezes usado pelos governantes de forma indirecta, na medida em que torna possível o lançamento de certos programas de estímulo à economia.

Os compromissos que derivam dos empréstimos contraídos têm depois de ser satisfeitos em momentos posteriores. O capital tem de ser reembolsado e pagos os respectivos juros. Os indivíduos que consumiram para além dos seus rendimentos em períodos passados, vêm agora o seu rendimento encurtado pelo serviço da dívida. Em consequência, têm de ajustar os seus padrões de consumo para poderem acomodar as despesas, provenientes do crédito contraído em períodos anteriores. Ora o que se passa ao nível dos indivíduos, passa-se com as empresas e com o Estado. As empresas em momentos posteriores têm de passar a incluir no seu orçamento de tesouraria o serviço da dívida. Esta situação aumenta-lhes os compromissos com terceiros e o seu nível de risco financeiro. A probabilidade de elas não virem a conseguir responder a todos os compromissos financeiros futuros é directamente proporcional ao número e montante dos compromissos assumidos hoje. Quanto maior for a dependência de capitais externos menor é a capacidade de resistência da tesouraria da empresa às adversidades do mercado.

Os Estados enfrentam um cenário idêntico. Em momentos futuros, o serviço da dívida é um constrangimento orçamental, ao diminuir as escolhas que os políticos podem fazer, para utilizar o dinheiro dos contribuintes, cobrado pelos impostos. Uma parte importante das despesas já se encontra automaticamente comprometida, consequência dos juros provenientes dos financiamentos contraídos no passado.

No ano ou período de tempo em que os indivíduos, as empresas ou os Estados recorrem ao crédito para antecipar consumo ou para realizar investimentos, este tipo de decisões tem

efeitos positivos na procura. O Produto Interno Bruto reflecte esses efeitos de forma positiva, ainda que o estímulo do aumento da procura se reflecta parcialmente no exterior. Haverá sempre algum valor acrescentado nacional associado ao aumento da procura que resulta do aumento do consumo privado, do consumo público e do investimento privado e público feito por famílias, empresas e Estado.

Nos períodos em que o incremento do nível de endividamento é positivo, este efeito renova-se. Nos períodos em que o incremento do endividamento é negativo, isto é, quando se observa o desendividamento, toda a cadeia de efeitos se inverte.

São esses os tempos em que vivemos, em especial após a celebração dos acordos com as entidades internacionais (FMI, BCE, CE) em Maio 2011, consubstanciado no memorando de entendimento sobre as condicionalidades da política económica. Os próprios bancos têm vindo a ser obrigados a adoptar políticas de concessão de crédito mais seletivas, na medida em que passaram a ter que respeitar rácios ou indicadores de risco mais conservadores. A desalavancagem do sector bancário teve como objectivo atingir um rácio de capital Core Tier 1 de 9% até ao fim de 2011 e de 10% até ao fim de 2012, mantendo este nível para o futuro. O Estado foi obrigado a levar a cabo políticas que reduzam o desequilíbrio entre receitas e despesas. Os objectivos de política orçamental iam no sentido de o défice das Administrações Públicas atingir 5,9% do PIB em 2011, 4,5% em 2012 e 3% em 2013. Paralelamente, o rácio de dívida pública/PIB deveria encaminhar-se para uma trajectória descendente a partir de 2013.

Inevitavelmente, as famílias e as empresas passaram a ter mais dificuldades no acesso ao crédito e a pagar esse crédito mais caro. Todo este movimento no sentido de corrigir os desequilíbrios que vieram sendo criados e aprofundados ao longo de anos, têm colocado uma enorme pressão no consumo privado e no investimento, exactamente no sentido inverso. Deprimindo o consumo e o investimento, as empresas vêm reduzidas as suas vendas e por consequência libertam mão-de-obra. Por tudo isto, se é certo que o endividamento é amigo do crescimento económico e do emprego, o desendividamento é inimigo da economia e do emprego, em especial quando a desalavancagem tem de ser feita de forma muito acelerada.

No contexto empresarial, como refere Ross et al. (2013), as decisões sobre estrutura de capital têm importantes implicações para o valor de uma empresa e para o seu custo de capital. As economias fiscais associadas ao passivo financeiro, os custos de falência, os custos de transacção, o problema da selecção adversa e os conflitos de agência, têm sido os maiores argumentos e as explicações mais frequentes para o uso que as empresas fazem do passivo. Estas ideias deram origem ou estiveram na base de duas das principais teorias sobre estrutura de capital, a teoria do *trade-off* e a teoria da *pecking order* de Myers e Majluf (1984).

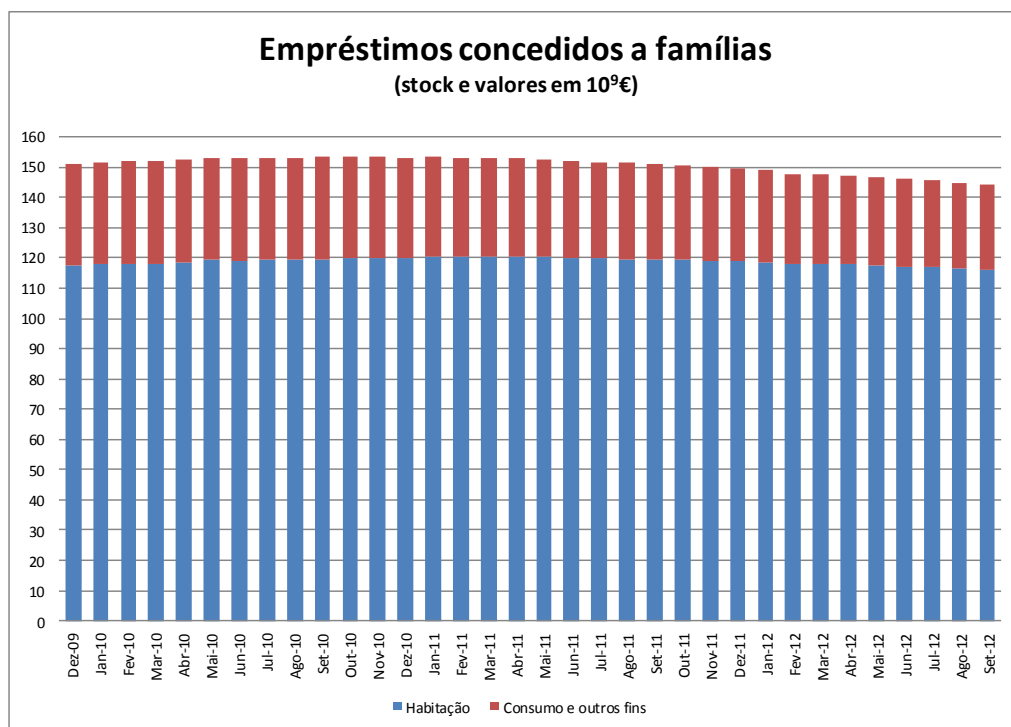
Porém a realidade e o comportamento das empresas nem sempre conseguem ser explicadas convenientemente pelas teorias financeiras, de forma que não há um consenso geral sobre esta matéria, em termos teóricos. Sem dúvida que as contribuições de Modigliani e Miller (1958) e (1963) foram determinantes na evolução do conhecimento nesta área. Desde essa altura muito outros autores estudaram este tema, procurando trazer contributos válidos. Como refere Bradley et al. (1984), a perspectiva mais geral ao nível académico, em meados dos anos 1970 era a de que a estrutura de capitais óptima para uma empresa envolvia um balancear entre as vantagens do passivo e as desvantagens inerentes ao valor actual dos

custos de falência. Bradley et al. (1984) sistematizaram num modelo os contributos de variados autores, naquilo que hoje conhecemos como a teoria do *trade-off*. O modelo capta o essencial dos modelos que consideram de um lado, as vantagens fiscais e do outro, os custos de falência de Kraus e Litzenberger (1973), Scott (1976), Kim (1978) e Titman (1984), assim como os argumentos associados aos custos de agência apresentados por Jensen and Meckling (1976) e Myers (1977) e os potenciais perdas de economias fiscais em situações de resultados negativos mas não de pressão financeira, de DeAngelo e Masulis (1980). Considera ainda a diferente fiscalidade entre o rendimento das acções e das obrigações analisada por Miller (1977). Segundo esta teoria, cada empresa terá uma estrutura de capital que optimiza o seu valor. A presença de passivo na estrutura de capital aumenta as probabilidades de falência, pelo que as empresas deverão procurar preservar um nível de flexibilidade financeira suficiente, por forma a sentirem-se confortáveis em termos de risco.

Mais recentemente Baker e Wurgler (2002) usaram argumentos baseados na sobre ou subavaliação do mercado, como determinantes principais para as decisões de emissão de novas acções ou para as decisões de compra de acções próprias. A sua teoria ficou conhecida como a teoria do *market timing*.

## 2. Indicadores sobre o nível de endividamento das empresas e famílias

Gráfico 1

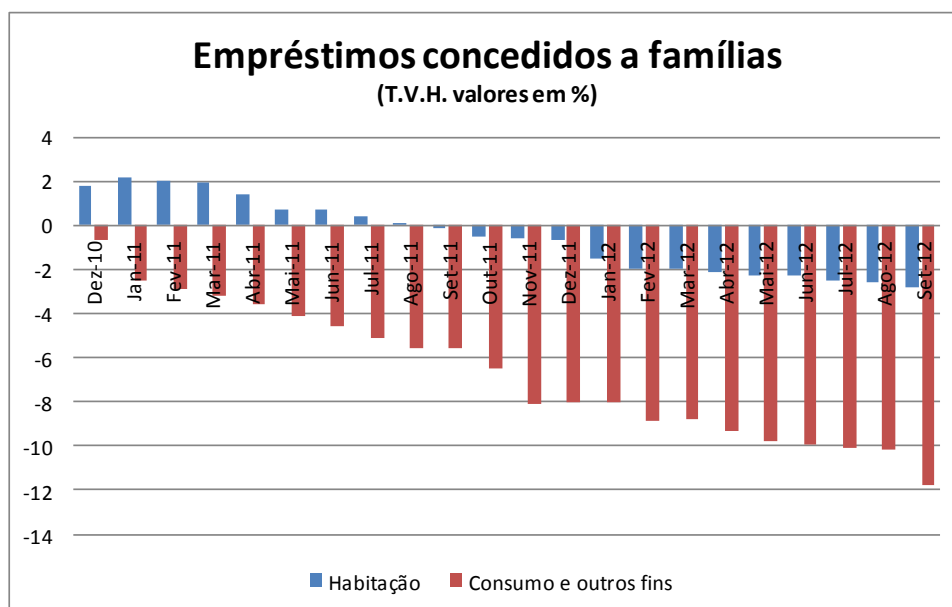


Fonte: Banco de Portugal

Quer o gráfico 1 quer o gráfico 2 demonstram bem o processo de desalavancagem que tem vindo a ser levado a cabo a partir do memorando de entendimento com a troika. No gráfico 1 representamos a evolução em valores absolutos do crédito a cargo das famílias, repartido pelas duas categorias principais; habitação e consumos e outros fins.

No gráfico 2 temos as taxas de variação em período homólogo. Verificamos uma quebra substancial na taxa ao nível do crédito ao consumo, a qual se vem acentuando ao longo dos últimos meses representados na série. Essa redução apesar de significativa, não tem sido tão grande no crédito à habitação.

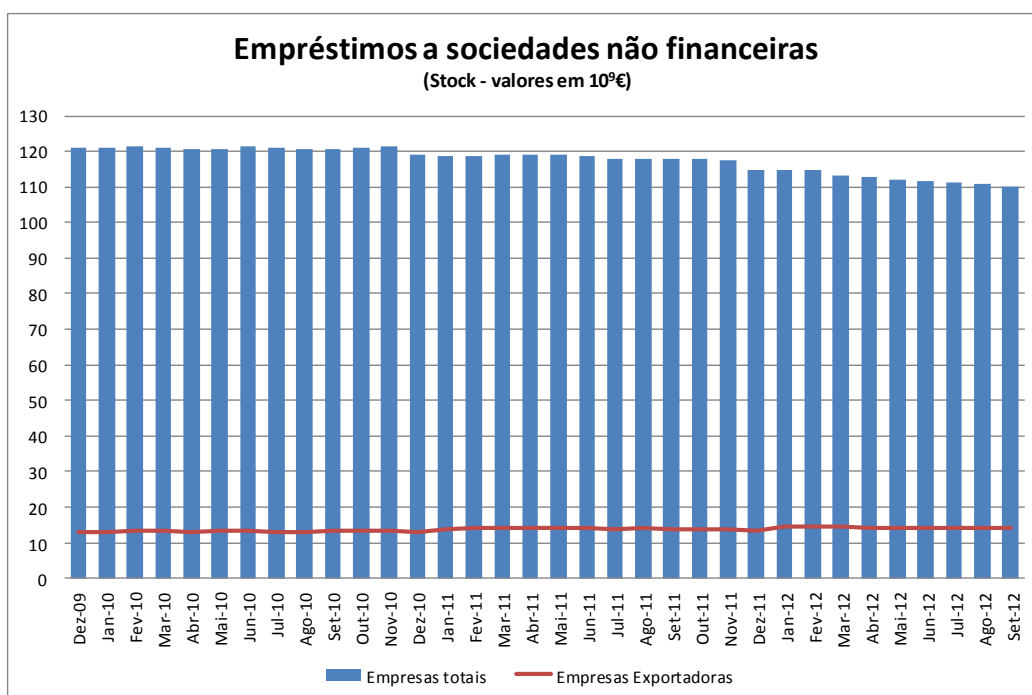
Gráfico 2



Fonte: Banco de Portugal

A desalavancagem é geral, envolvendo famílias e empresas. O crédito concedido a empresas atingiu o seu máximo em novembro de 2010. A partir de maio de 2011 o crédito concedido às empresas tem vindo a baixar embora de forma lenta. As empresas, para poderem abdicar do passivo financeiro tem de o substituir por capitais próprios ou tomar medidas que envolvam a alienação de activos. O nosso mercado de capitais é pouco dinâmico, levando a que a reorganização financeira seja necessariamente um processo lento, pelo que não é de estranhar a evolução observada no Gráfico 3.

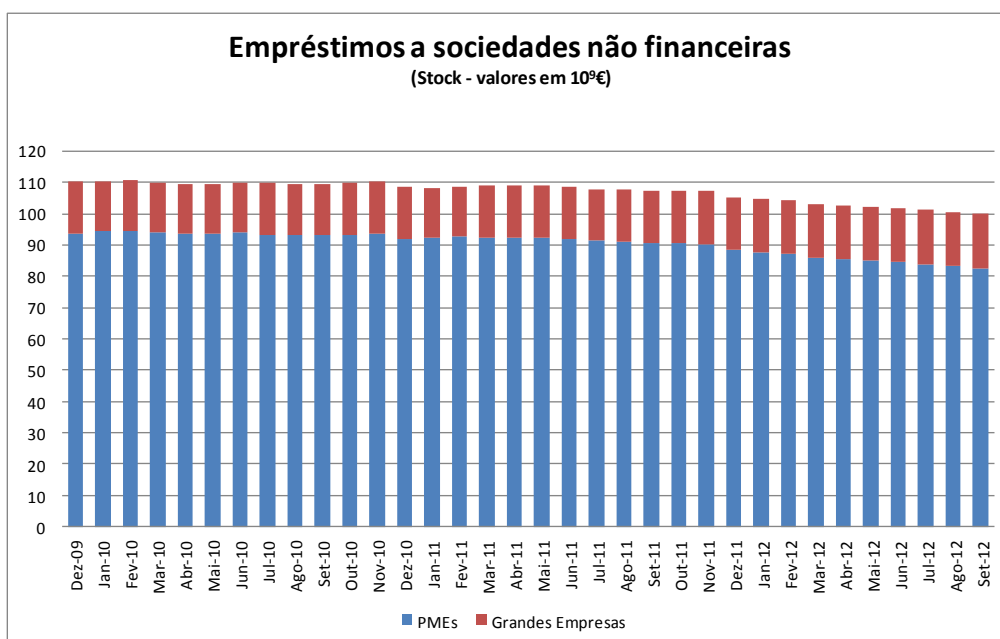
Gráfico 3



Fonte: Banco de Portugal

Particularmente ao nível das empresas exportadoras o crédito concedido tem aumentado mas muito marginalmente ao longo dos últimos anos.

Gráfico 4



Fonte: Banco de Portugal

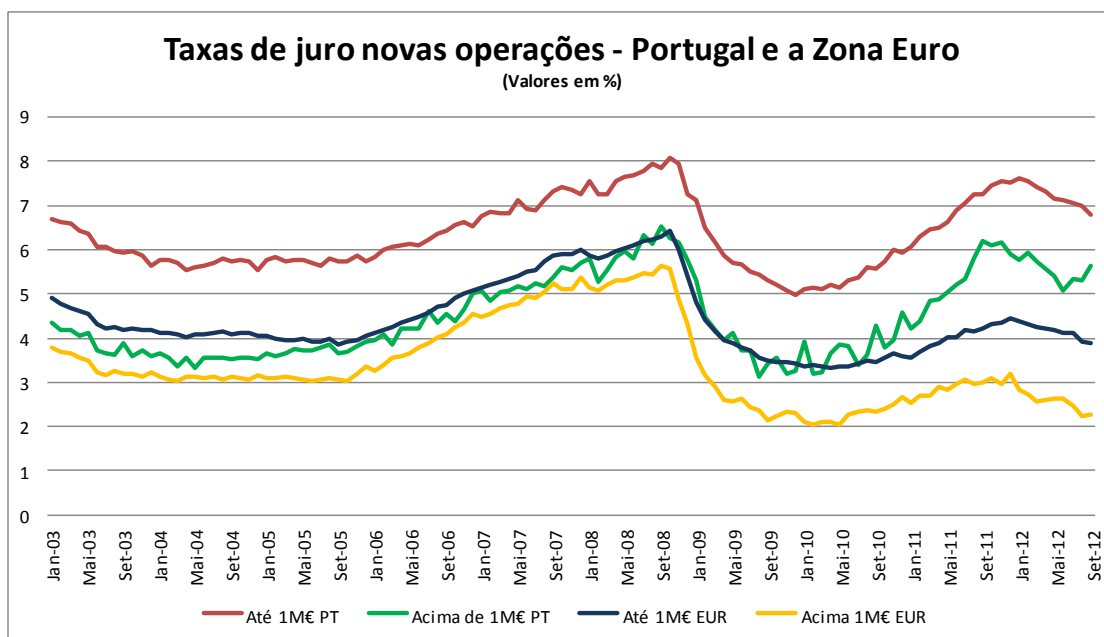
No gráfico 4 analisamos a repartição do crédito concedido entre PME e grandes empresas, vemos que são as primeiras que detêm a maior parte do crédito concedido pelas Instituições Financeiras. Têm sido também as PMEs, as entidades a fazer um maior esforço no sentido da redução do passivo, aproximando-se de uma redução de 10 mil milhões de euros de crédito obtido em Instituições Financeiras, entre maio de 2011 e setembro de 2012.

## O custo do endividamento para as empresas

As taxas de juro para novas operações praticadas pelas Instituições Financeiras às empresas, tiveram uma tendência de crescimento continuada desde inícios de 2004, conforme gráfico 5 abaixo. Estas vieram a atingir o seu pico, por alturas do final de 2008 e início de 2009, quando as Bolsas mundiais tiveram as suas maiores quedas, consequência da chamada crise do *sub-prime*.

Os motivos que levaram à crise financeira e à queda das bolsas são vários. Porém as entidades financeiras percebendo o aumento do risco sistémico, não deixaram de reagir conforme o esperado, aumentando as taxas de juro, por forma a reflectir nas taxas os seus receios e a sua perspectiva de risco acrescido, relativamente aos novos empréstimos.

Gráfico 5



Fontes: Banco de Portugal e Banco central Europeu

Depois dos momentos mais críticos que caracterizaram a crise financeira, as taxas desceram até ao início de 2010, para voltarem a subir de forma sistemática até finais de 2011, assumindo

valores próximos dos observados no período mais crítico (final de 2008). O contexto actual, é caracterizado por taxas relativamente altas com tendência a baixar, embora de forma lenta.

Quando comparamos as taxas para novos empréstimos pagas em Portugal e na Zona Euro, constatamos por um lado que as duas séries têm tido tendências de evolução muito semelhantes. A divergência começa a verificar-se a partir do primeiro trimestre de 2009, tendo-se acentuado por alturas de meados de 2011, já com Portugal a executar o programa da Troika.

Observamos muito claramente que os empréstimos quer sejam de montante inferior (até 1 milhão de euros) ou de maior montante (acima de 1 milhão de euros) sempre pagaram taxas superiores em Portugal por comparação com a média europeia. Essa diferença chegou a ser muito pequena, próxima de 0,5%, durante um período de tempo bastante significativo para os empréstimos de montante acima de 1 milhão de euros. Após a crise financeira de finais de 2008, as empresas portuguesas mesmo as maiores, na medida em que se deduz que os empréstimos concedidos acima de 1 milhão de euros sejam essencialmente a grandes empresas, passaram a pagar pelos novos empréstimos, diferenciais de taxas superiores a 3%, por comparação com as suas congéneres europeias.

Em pior situação têm estado a viver as empresas mais pequenas (PMEs), na medida em que tendencialmente os empréstimos abaixo de 1 milhão de euros são fundamentalmente destinados a este tipo de empresas. Ao longo da série representada no gráfico 5, a diferença de taxas para as empresas da zona euro era de cerca de 1,5%. A partir de finais de 2011, essa diferença passa também a evidenciar valores próximos dos 3%.

Isto leva-nos à constatação de que genericamente as empresas portuguesas, quer as pequenas e médias, quer as grandes estão a passar por um período de significativa desigualdade, ao nível do custo do capital, quando comparamos com as suas congéneres da zona euro. Tornando-se mais elevado o custo do capital, o investimento tende a baixar, porque menos projectos conseguem ultrapassar o limiar da viabilidade. Neste contexto, menos capacidade existe para fazer crescer a economia e gerar emprego.

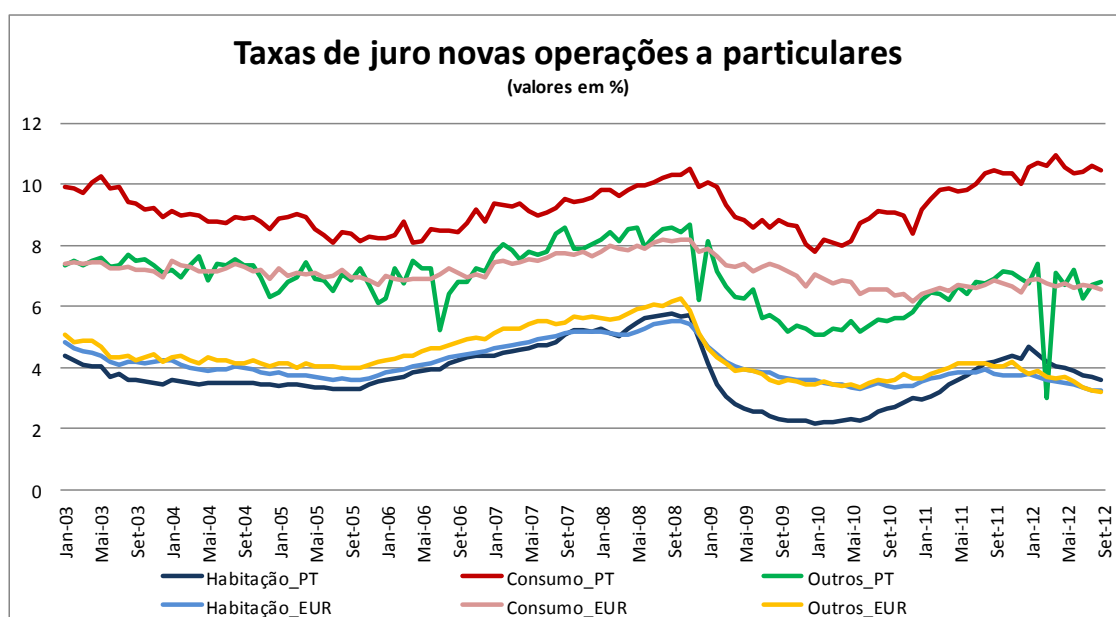
### **O custo do endividamento para os particulares**

Conforme representado no Gráfico 6, as séries representando as taxas de juro para novas operações com particulares, quer sejam crédito à habitação, ao consumo ou outros fins, acabaram por sofrer de forma diferenciada o efeito da crise financeira que assolou os mercados em finais de 2008. Nota-se um pico no período referido anteriormente, evidenciando o crédito à habitação, quer em Portugal quer na zona euro, um comportamento mais parecido com as séries representadas no gráfico 5. Idêntica evolução teve a série das taxas para novas operações, referente ao crédito para outros fins na zona euro. As séries do crédito ao consumo quer em Portugal quer na Zona Euro mostram maior volatilidade, embora não tenham passado imunes aos efeitos da crise bem como à tendência mais geral evidenciada pelas restantes séries.

O gráfico 6 põe em evidência o enorme diferencial de taxas de juro praticadas em Portugal por comparação com o crédito à habitação, chegando a diferença a ser na maior parte dos meses na casa dos 6%. Mesmo na Zona Euro o crédito ao consumo é caro por comparação com o crédito à habitação, mas substancialmente mais barato do que em Portugal. Esta diferença entre taxas anteriormente referida, quer entre Portugal e Zona Euro, quer entre crédito ao consumo e crédito à habitação em Portugal, aumentou substancialmente no período pós crise financeira de 2008.

De realçar a grande proximidade de taxas ao nível do crédito à habitação entre as novas taxas praticadas em Portugal e na Zona Euro, observando-se na maior parte da série taxas mais baixas em Portugal do que na Zona Euro. Apenas no período posterior ao memorando de entendimento com a Troika é que claramente as taxas em Portugal passaram a ser mais elevadas do que na Zona Euro. Esta situação reflecte a enorme competitividade dos nossos bancos na procura deste tipo de aplicação financeira.

Gráfico 6



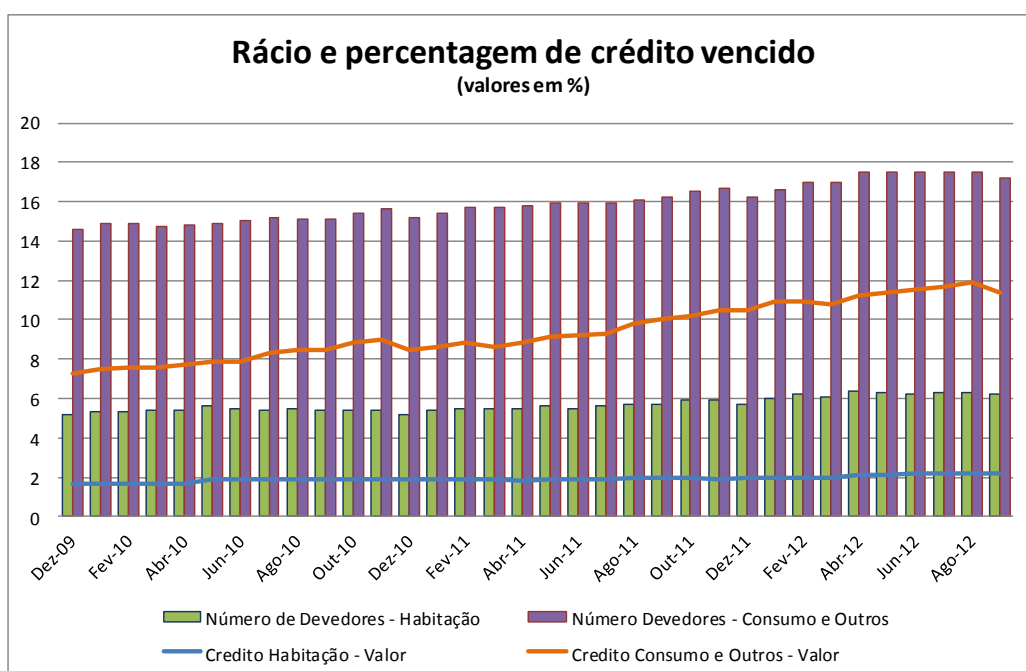
Fonte: Banco de Portugal e Banco Central Europeu

Do gráfico 6 resulta claro que em Portugal os bancos têm praticado taxas muito competitivas no crédito à habitação, que como referimos representa a componente principal do crédito concedido às famílias. Em contraste têm praticado taxas de juro no crédito ao consumo e para outros fins, envolvendo um prémio substancial face àquilo que tem acontecido na Zona Euro.

## Rádios e percentagem de incumprimento

No gráfico 7 apresentamos o rácio de crédito vencido resultante da divisão do valor do crédito vencido pelo total do crédito concedido<sup>2</sup>. O rácio dos devedores com crédito vencido resulta da percentagem de famílias devedoras com crédito vencido<sup>3</sup> no total dos devedores com crédito obtido.

Gráfico 7



Fonte: Banco de Portugal

Observamos uma tendência crescente na percentagem de incumprimento, relativamente ao valor do crédito concedido ao consumo e outros fins, assim como no número de devedores com crédito concedido.

No que diz respeito ao incumprimento no crédito à habitação, as percentagens quer em número de devedores que em valor são consideravelmente inferiores. A sua evolução tem sido crescente, mas não tão significativa como no caso do crédito ao consumo e outros fins.

Quando comparamos o gráfico 6 com o gráfico 7, percebemos melhor a razão pela qual as Instituições Financeiras praticam taxas mais elevadas no crédito ao consumo e outros fins. Efectivamente, os dados históricos mostram alguma evidência, relativamente ao risco superior que caracteriza o crédito ao consumo. Assim, a mais risco tem obrigatoriamente de corresponder uma remuneração superior.

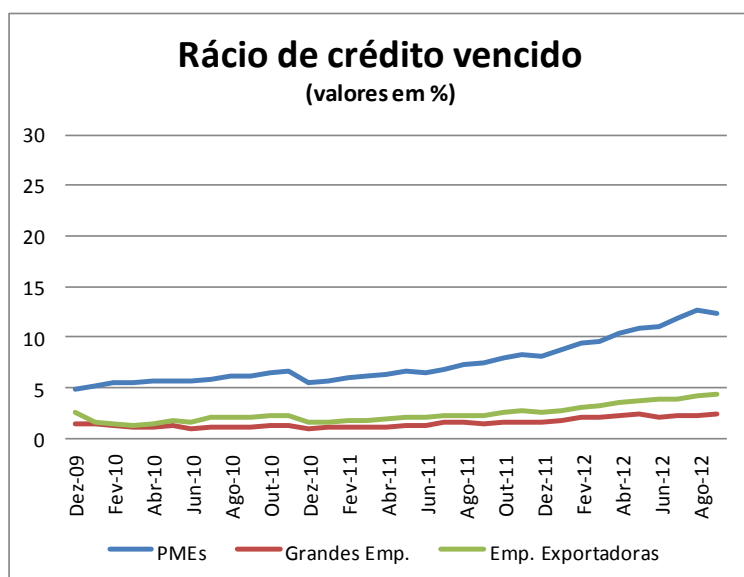
<sup>2</sup> O crédito vencido exclui créditos abatidos ao activo das Instituições Financeiras.

<sup>3</sup> Crédito à Habitação ou ao Consumo.

De realçar ainda outro aspecto que resulta do gráfico 7 e que tem a ver com o montante médio dos créditos em situação de incumprimento. Como a percentagem de devedores é sempre muito superior à percentagem do valor do crédito em situação de incumprimento, permite-nos concluir que são os créditos mais pequenos que entram com maior frequência nesta situação. Essa percentagem é duas vezes maior no crédito à habitação. No crédito ao consumo também o era na primeira metade da série. Deduz-se que sejam predominantemente as famílias com menores recursos, aquelas que pedem créditos de menor valor e que com maior frequência deixam de cumprir os seus compromissos. O mesmo fenómeno se passa com o crédito à habitação.

No gráfico 8 observamos relativamente às empresas, uma evolução bastante preocupante, pela percentagem de crescimento, em especial no período pós memorando de entendimento com a Troika. Apesar das diferenças entre PME's, grandes empresas e empresas exportadoras, todas elas subiram a percentagem de crédito vencido, sendo que as PME's passaram de 4,9% em Dezembro de 2009 para cerca de 12,4% em Agosto 2012. Nem o crédito ao consumo teve uma evolução tão desfavorável, apesar da respectiva percentagem ser superior.

Gráfico 8

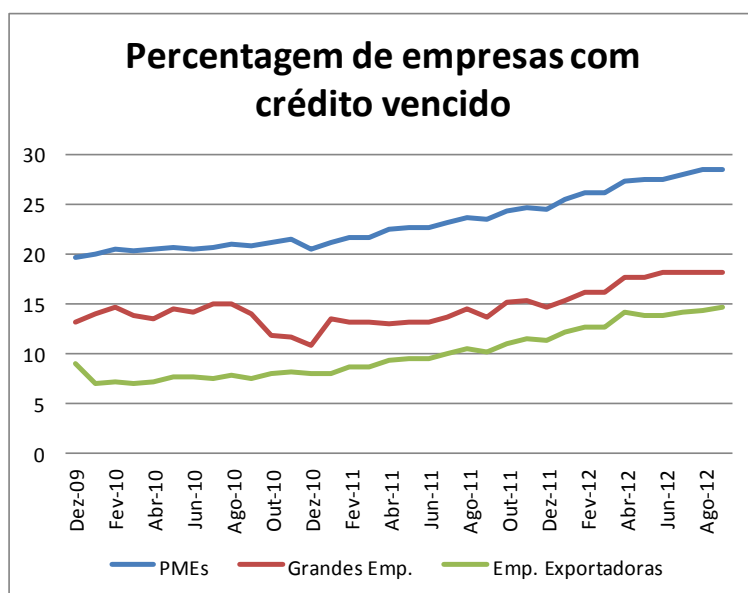


Fonte: Banco de Portugal

As grandes empresas aumentaram muito ligeiramente a percentagem de crédito vencido (1,3%) no período pós memorandum e as empresas exportadores, pequenas ou grandes aumentaram (2,7%) no mesmo período.

No que diz respeito à percentagem de empresas com crédito vencido, as PME's têm mostrado uma linha de crescimento estável e muito preocupante. Em Dezembro de 2009 a percentagem de empresas com crédito vencido era de 19,6% e em Agosto de 2012 esta percentagem era já de 28,5% das empresas. Esta situação reflecte um agravamento muito grande, da situação económico-financeira das empresas, levando-as a deixar de cumprir com os seus compromissos perante os credores.

Gráfico 9



Fonte: Banco de Portugal

Ao nível das grandes empresas, o crescimento do número de entidades com crédito vencido foi de cerca de 5%, ao longo de todo o período representado no gráfico 9. Temos a percentagem mais baixa no caso das empresas exportadoras, mas se compararmos Janeiro de 2010 com Agosto de 2012, temos um aumento de 7,7% no número de empresas em situação de incumprimento.

## O Nível de endividamento das nossas empresas

Em geral as empresas portuguesas apresentam níveis de endividamento superior às suas congéneres europeias ou americanas. As razões podem estar relacionadas com vários aspectos de entre os quais os problemas de agência, como são definidos em Jensen e Meckling (1976), que muitas empresas podem enfrentar quando necessitam de recorrer a novas fontes de financiamento. A este propósito importa referir as conclusões do estudo realizado por Kim e Sorensen (1986) ao verificarem que as empresas com maiores percentagens de capital detido internamente, eram aquelas que recorriam mais ao passivo financeiro, exactamente porque enfrentavam maiores custos de agência do capital próprio, caso decidissem pela abertura do capital.

Os aspetos referidos anteriormente, aliados ao forte dinamismo do nosso sector financeiro e ao peso modesto do mercado de capitais na nossa economia, fazem com que o recurso ao endividamento seja quiçá a opção óbvia, logo após esgotados os fundos gerados internamente, conforme defendem os autores da chamada teoria do Pecking Order (Myers e Majluf, 1984).

**Quadro 1 – Estrutura Financeira das Empresas Portuguesas**

Indicadores (em percentagem)	Anos	Q1	Q2	Q3	Média		Número Empresas
					Aparada	Simples	
Capitais Próprios	2009	2.19	24.55	56.54	23.64	33.17	325736
Activos Liquidos	2010	0.34	24.39	57.75	20.74	34.00	356556
	2011	-2.61	24.47	60.10	17.90	32.93	358683
EBITDA	2009	-1.30	6.29	16.29	5.36	10.30	280714
Vol. Negócios	2010	-3.35	5.29	14.75	3.12	12.60	300695
	2011	-7.68	4.39	13.79	0.13	9.36	299606

Fonte: Banco de Portugal, Central de Balanços

A degradação das condições de exploração das empresas portuguesas resulta evidente da observação do quadro 1 no que respeita ao rácio EBITDA/Volume de Negócios. Ao atingir em termos médios na média aparada<sup>4</sup> um valor próximo de 0,13%, leva-nos a concluir que a empresa média apenas conseguiu gerar marginalmente cash-flow operacional em 2011. Com rácios tão baixos torna-se difícil pagar juros e impostos e reembolsar empréstimos às Instituições Financeiras.

No que concerne ao nível de autonomia financeira, a mediana tem-se situado nos três anos em análise em redor dos 24,5%, o que é um rácio baixo. Mais preocupante é o facto do quartil 1 (Q1) que representa o ponto central da parte esquerda da distribuição, ter em 2009 um nível muito baixo de autonomia financeira, passando a negativo em 2011. Quer isto dizer que em 2011 mais de 25% das empresas apresentam capitais próprios negativos, o que equivale a dizer que estão tecnicamente falidas.

Por seu turno o quartil 3 (Q3) apresenta uma evolução favorável passando de 56,54% em 2009 para 60,10% em 2011. Esta evolução em parte é inesperada, dada a evolução média da performance económica das empresas. Porém permite-nos concluir que nos contextos de maior dificuldade as empresas mais fortes financeiramente, ainda conseguem melhorar a sua estrutura de capitais.

### 3. Conclusão

Quer as empresas, quer os particulares têm estado sujeitos a um processo de desendividamento muito significativo, em especial após os compromissos assumidos entre o Governo português e a Troika. O crédito ao consumo desceu consideravelmente, assim como o crédito à habitação. Ao nível das empresas, o crédito concedido às PME's foi aquele que evidenciou maior redução.

<sup>4</sup> Média calculada depois de expurgadas as observações extremas correspondentes a 10%.

As empresas portuguesas são das que usam mais passivo na sua estrutura de capitais, tendo em conta o rácio de autonomia financeira médio. Esta situação é preocupante porque lhes confere uma enorme vulnerabilidade em períodos de estagnação ou retracção económica. Nos últimos anos, este indicador de estrutura financeira têm-se agravado em termos gerais, o que poderá estar relacionado com a quantidade enorme de falências que temos tido no país.

Tal como a teoria prevê, quando o nível de endividamento aumenta, aumenta o risco da empresa e o custo do passivo. Genericamente, todos os agentes económicos estão a pagar pelo fraco *rating* da República Portuguesa, em juros mais elevados. Todavia, ficou claro que nos segmentos onde se registam mais incumprimentos, as Instituições Financeiras cobram taxas mais elevadas pelos seus empréstimos. Este facto não constitui nenhuma surpresa, nem nos podemos indignar por isso, pois trata-se de algo normal no contexto dos mercados, tendo em conta a relação directa entre rendibilidade e risco. Porém, esta situação acaba por castigar as PME's que deveriam ser os motores do desenvolvimento económico.

Para uma menor dependência dos capitais alheios e dos riscos associados, dos Bancos e da remuneração que estas entidades acabam por ter de reflectir nos clientes de maior risco, só há um caminho; o maior uso de capitais próprios nas empresas. Assim seria importante que ao nível fiscal se aprofundassem as discriminações negativas contra o passivo e de criassem discriminações positivas a favor dos capitais próprios. Da mesma forma que será de extrema importância a dinamização do mercado de capitais.

## Referências:

**Baker, Malcolm e Jeffrey Wurgler. 2002.** Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*. 2002, Vol. LVII No.1, pp. 1-32.

**Bradley, Michael, Gregg Jarrel and E. Han Kim. 1984.** On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*. 1984, Vol. XXXIX. No. 3, pp. 857-878.

**DeAngelo, H. Ronald Masulis. 1980.** Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*. 1980, Vol. 8, pp. 3-29.

**Governo português, BCE, FMI e Comissão Europeia. 17 de maio de 2011.** *Memorando de entendimento sobre as condicionantes de política económica*. 17 de maio de 2011.

**Jensen, Michael and William Meckling. 1976.** Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 1976, Vols. 3, Nº 4, pp. 305-360.

**Kim, Wi and Eric Sorensen. 1986.** Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1986, Vols. 21, Nº 2, pp. 131-144.

**Kraus, A. e R. Litzenberger. 1973.** A State- Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*. 1973, pp. 911-922.

**Miller, Merton. 1977.** Debt and Taxes. *Journal of Finance*. 1977, Vol. XXXII No. 2, pp. 261-275.

**Modigliani, F. e M. Miller. 1958.** The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment. *American Economic Review*. 1958, pp. 261-197.

**Modigliani, F. M. Miller. 1963.** Corporation Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*. 1963, pp. 433-443.

**Myers, Stewart and Nicholas Majluf. 1984.** Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*. 1984, Vol. 13, pp. 187-221.

**Myers, Stewart. 1977.** Determinants of Corporate Borrowings. *Journal of Financial Economics*. 1977.

**Ross, Stephen, Randolph Westerfield and Bradford Jordan. 2013.** *Fundamentals of Corporate Finance*. New York : McGraw-Hill, 2013.

**Scott, J. 1976.** A Theory of Optimal Capital Structure. *Bell Journal of Economics*. 1976, Vol. 7, pp. 33-54.

**Titman, Sheridan. 1984.** The effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision. *Journal of Financial Economics*. 1984, pp. 137-151.