



UNIVERSIDADE DA BEIRA INTERIOR
Ciências Sociais e Humanas

O Financiamento e a Performance das PME do Distrito de Castelo Branco

Francisco José Martins Raposo

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em
Gestão
(2º ciclo de estudos)

Orientador: Professora Doutora Zélia Serrasqueiro

Covilhã, Outubro de 2013

Agradecimentos

A realização desta dissertação de mestrado é um marco importante e a concretização de um objetivo há muito delineado, só se tornando possível devido à contribuição direta ou indireta de um conjunto de pessoas, às quais pretendo expressar o meu sentimento de gratidão.

Em primeiro lugar agradeço à minha Orientadora Professora Doutora Zélia Serrasqueiro, pela simpatia, paciência, tempo dispensado, compreensão, sugestões e transmissão de conhecimentos.

Por outro lado, quero agradecer à minha família em geral, em particular à minha Esposa que sempre me apoiou, oferecendo tempo, paciência e incentivo durante todo este percurso.

Por fim, gostaria de agradecer aos meus amigos, colegas de curso e professores que me acompanharam nesta etapa e possibilitaram a concretização desta investigação.

Resumo

O presente estudo tem como objetivo principal analisar a estrutura de capital e os determinantes da performance das pequenas e médias empresas (PME) do distrito de Castelo Branco e, relacionar as fontes de financiamento com a sua performance. Para atingir este objetivo, recorreu-se à base de dados SABI (Sistema de Balanços Ibéricos - *System Analysis of Iberian Balance Sheets*), para obtenção de dados referente ao período 2005-2009, tendo-se analisado uma amostra de 902 empresas.

Os dados foram objeto de tratamento estatístico tendo-se recorrido à estatística descritiva e à regressão linear múltipla.

Os resultados obtidos mostram que as variáveis explicativas crescimento, capital próprio e os outros capitais próprios mostram uma relação positiva e significativa com a performance empresarial, enquanto que, as variáveis estrutura do ativo, idade, risco, capital alheio e o capital social, influenciam negativamente a performance destas empresas.

Verificou-se ainda que a performance assumiu um comportamento decrescente ao longo do período em análise. Contudo, os resultados obtidos sugerem que as decisões da estrutura de capital das PME do distrito de Castelo Branco seguem os pressupostos da teoria do *pecking order*.

Palavras-chave

Determinantes da estrutura de capital, Pequenas e Médias Empresas, Performance.

Abstract

This study mainly aims to analyze the structure of capital and the performance determinants of small and medium enterprises (SMEs) in the district of Castelo Branco and, the relationships between financing sources and performance. In order to achieve this goal, we use the database SABI (System Analysis of Iberian Balance Sheets), to obtain data for the period 2005-2009 for a sample of 902 Small and Medium Sized Enterprises (SMEs).

The data were subjected to statistical treatment with recourse to descriptive statistics and multiple linear regression.

The results show that the explanatory variables growth, shareholder's equity and other own capital show a positive relation with business performance, while the variables tangibility, age, risk, liabilities and share capital, negatively influence the performance of these enterprises.

We also verified that the performance was decreasing during the period under review. However, the results suggest that the decisions of the capital structure of SMEs in the district of Castelo Branco follows the assumptions of the theory of pecking order.

Keywords

Determinants of capital structure, Small and Medium-sized Enterprises, Performance.

Índice

1	INTRODUÇÃO	1
2	ENQUADRAMENTO TEÓRICO	3
2.1	Teorias da Estrutura de Capital das Empresas	3
2.1.1	Modigliani e Miller (MM)	3
2.1.2	Teoria do <i>Trade-off</i>	5
2.1.3	Teoria da Agência	6
2.1.4	Teoria do <i>Pecking Order</i>	8
2.1.5	Teoria do Ciclo de Vida	9
2.2	Financiamento e Fontes de Financiamento das PME	11
3	ESTUDO EMPÍRICO	18
3.1	Metodologia de Investigação	18
3.1.1	Objetivos da Investigação	18
3.1.2	Hipóteses de Investigação	19
	Performance	19
	Estrutura do Ativo (Tangibilidade)	20
	Dimensão	21
	Idade	22
	Nível de Risco	23
	Crescimento	24
	Financiamento Alheio	25
	Financiamento Próprio	27
3.1.3	Variáveis de Investigação	28
3.1.4	Metodologia	29
3.1.4.1	Amostra e Dados de Investigação	29
3.1.4.2	Técnicas Estatísticas Utilizadas	30
4	Resultados	33
4.1	Estatísticas Descritivas	34
4.2	Matriz de Correlações	36
4.3	Modelos de Regressão Linear Múltipla (MRLM)	38
4.4	Outras Considerações acerca da Performance	41
4.5	Discussão dos Resultados	42
5	CONCLUSÕES E LIMITAÇÕES	47
	Bibliografia	50

Lista de Tabelas

<i>Tabela 1 - Variáveis e Medidas</i>	29
<i>Tabela 2 - Peso e distribuição de resultados e por setores</i>	33
<i>Tabela 3 - Estatísticas Descritivas</i>	34
<i>Tabela 4 - Matriz de Correlação de Pearson das variáveis</i>	37
<i>Tabela 5 - Resultados da estimação dos seis modelos de regressão linear múltipla.</i>	39
<i>Tabela 6 - Teste t-Student para duas amostras independentes</i>	41
<i>Tabela 7 - Média da performance entre 2005 e 2009</i>	42
<i>Tabela 8 - Síntese dos resultados</i>	46

Lista de Figuras

<i>Figura 1- Média da performance</i>	35
---	----

Lista de Acrónimos

ANOVA	Análise da Variância
CAE	Classificação Portuguesa das Atividades Económicas
CP	Curto Prazo
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
IAPMEI	Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação
INE	Instituto Nacional de Estatística
I&D	Investigação e Desenvolvimento
LOG	Logaritmo
MLP	Médio e Longo Prazo
MM	Modigliani e Miller
MRLM	Modelos de Regressão Linear Múltipla
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
PME	Pequena e Média Empresa
SABI	Sistema de Balanços Ibéricos
SPSS	<i>Statistical Package for the Social Sciences</i>
VABcf	Valor Acrescentado Bruto a Custo de Fatores
VAL	Valor Atual Líquido
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i>

1 INTRODUÇÃO

No intuito de satisfazer as suas necessidades financeiras as empresas podem recorrer a duas fontes de financiamento: capitais próprios e/ou capitais alheios. A decisão acerca das proporções de cada tipo de capital a utilizar, levanta a questão de saber qual será a estrutura de capital ótima, ou seja, qual a combinação de capital próprio e alheio que minimiza o custo do capital e, por sua vez, maximiza o valor da empresa. A questão principal que envolve este tema é, saber se a forma como a empresa é financiada influencia, ou não, o seu valor.

Em 1958, Modigliani e Miller, contrariam a teoria tradicional da estrutura de capital, ao negarem a existência de uma estrutura ótima de capital, tendo criado a teoria clássica da estrutura de capital. Nesta teoria e perante um conjunto de certas premissas e restrições, os autores propuseram que a estrutura de capital é irrelevante para a determinação do valor da empresa. Mais tarde, em 1963, estes autores publicaram outro artigo onde incluíam no seu modelo inicial os impostos sobre o rendimento da empresa, tendo retrocedido relativamente às conclusões iniciais, reconhecendo e sugerindo que a empresa se deve endividar ao máximo para aproveitar a vantagem fiscal da dívida.

É a partir dos trabalhos desenvolvidos por Modigliani e Miller (1958 e 1963), que irão surgir diversas teorias relacionadas com a estrutura de capital, entre as quais se destacam a teoria do *trade-off*, a teoria da agência, a teoria do *pecking order* e a teoria do ciclo de vida. A teoria do *trade-off* defende a existência de uma combinação ótima entre dívida e capital, resultando num *trade-off* entre benefícios fiscais e os custos de insolvência financeira. Jensen e Meckling (1976) desenvolveram a teoria da agência a qual assenta na geração de conflitos de interesses que, por vezes, podem acontecer nas empresas entre os proprietários/acionistas e gestores, tendo em conta que nem sempre os interesses destes intervenientes são coincidentes. Outra teoria que foi desenvolvida no campo da estrutura de capital por Myers (1984) é denominada de *pecking order* e está baseada numa hierarquia de preferências em relação a recursos externos e internos, defendendo uma preferência por recursos internos para financiar os investimentos. A teoria do ciclo de vida apresenta-se crucial no contexto da análise do crescimento da empresa, abarcando comportamentos estáveis para cada um dos estádios do ciclo de vida desta.

De acordo com Beck e Demirgüçkunt (2006), Cull *et al.* (2006), Lin e Sun (2006), Ma e Gui (2009) e Mazanai e Fatoki (2011) as pequenas e médias empresas (PME) desempenham um papel crucial no âmbito económico de muitos países em todo o mundo, constituindo uma considerável parte do setor privado de várias economias mundiais. Também em Portugal e segundo o Instituto Nacional de Estatística (INE, 2010), as PME são reconhecidas como os pilares da economia nacional, assumindo-se ainda como as principais responsáveis pela

criação de emprego em Portugal, pelo que, o propósito da investigação subordinada ao tema “*O Financiamento e a Performance das PME do Distrito de Castelo Branco*” prende-se com a atualidade e relevância deste, pois, numa economia global em que é patente a importância das PME, revela-se fulcral estudar de que forma estas empresas se financiam, quais as fontes de financiamento a que recorrem, bem como, qual a relação do fator financiamento com a performance da empresa.

Segundo Oncioiu (2012), o acesso ao financiamento equivale ao fator detentor de maior relevo em prol da promoção do crescimento, emprego e inovação nas PME na Europa. Em virtude disso mesmo, o trabalho que aqui se apresenta propõe-se, como objetivo principal, estudar a relação entre o financiamento e a performance das PME do distrito de Castelo Branco e os seus determinantes, assim como identificar qual, ou quais, os determinantes que mais influenciam essa performance. Para isso, a performance será relacionada com as seguintes variáveis explícitas: 1) estrutura do ativo; 2) dimensão; 3) idade; 4) nível de risco; 5) crescimento; 6) financiamento alheio e 7) financiamento próprio.

Na presente investigação utilizou-se a regressão linear múltipla, recorreu-se à estatística descritiva e efetuou-se um teste de t-Student, tendo-se considerado uma amostra de 902 PME do distrito de Castelo Branco, para um período temporal compreendido entre os anos 2005 a 2009, perfazendo um total de 4.510 observações. Os dados foram retirados da base de dados SABI (Sistema de Balanços Ibéricos - *System Analysis of Iberian Balance Sheets*), fornecida pelo *Bureau van Dijk's*. As PME foram selecionadas com base na recomendação da Comissão Europeia n.º 2003/361/CE, de 6 de maio de 2003, relativa à definição das PME, que fornece os critérios de qualificação das PME e a noção de microempresa. Segundo esta recomendação, uma unidade empresarial é considerada PME quando cumpre dois dos seguintes critérios: (i) menos de 250 trabalhadores; (ii) menos de 43 milhões de euros de ativo e (iii) menos de 50 milhões de euros de volume de negócios.

O presente trabalho foi estruturado em cinco capítulos principais que se passa a descrever:

Afora o presente Capítulo, o Capítulo II compreenderá a revisão de literatura existente sobre o tema em estudo, fazendo-se uma abordagem das principais teorias da estrutura de capital, considerando as abordagens de Modigliani e Miller (1958, 1963), assim como as diferentes teorias financeiras. De seguida aborda-se o financiamento e as diversas fontes de financiamento das PME; No Capítulo III apresenta-se o estudo empírico realizado nesta investigação, onde serão apresentados os objetivos de investigação, as hipóteses e as variáveis em estudo, passando pela amostra de investigação e as técnicas estatísticas a utilizar. No Capítulo IV procede-se à apresentação e análise de resultados, cuja análise se centra nos determinantes da performance da empresa. Por último, no Capítulo V, serão expressas as conclusões, limitações desta investigação e linhas de investigação futuras.

2 ENQUADRAMENTO TEÓRICO

2.1 Teorias da Estrutura de Capital das Empresas

A teoria da estrutura de capital representa uma das literaturas mais extensas em finanças empresariais. As correntes de pensamento que formam essa teoria são inúmeras (Kayo e Famá, 1997), a maioria propõe que existe uma estrutura ótima de capital que maximiza o valor da empresa (Romano *et al.*, 2001).

Apesar da numerosa investigação empírica realizada sobre a problemática da estrutura de capital, o tema continua a motivar a discussão e a constituir objeto de debate. A questão da estrutura de capital tem a ver com a procura da estruturação mais conveniente das parcelas do capital próprio e do capital alheio, de curto e de médio e longo prazo, que permita maximizar o valor da empresa, tendo em vista uma certa performance e um determinado risco (Simões e Da Silva, 2003).

Para Cassar e Holmes (2003) as teorias financeiras têm sido desenvolvidas para explicar a estrutura de capital, com a evidência empírica baseada em grandes empresas cotadas que tende a apoiar estas teorias. No entanto, a questão de saber se estes argumentos são válidos para outras empresas, especialmente para as pequenas empresas, tem recebido uma atenção limitada. Ainda assim, Fernandes *et al.* (2011) afirmam que, geralmente, os princípios teóricos subjacentes à estrutura de capital e opções de financiamento de grandes empresas também se aplicam às PME por eles analisadas.

2.1.1 Modigliani e Miller (MM)

Em 1958, Modigliani e Miller (MM) baseados em determinados pressupostos, nomeadamente, ausência de impostos, inexistência de custos de insolvência, de custos de agência e de informação assimétrica, propuseram nessa teoria que a estrutura de capital é irrelevante para a determinação do valor da empresa, tendo ainda demonstrado que, num mercado perfeito, uma mudança na estrutura de capital da empresa não representava uma alteração no valor da empresa para o acionista, tendo em conta que o valor da empresa não dependeria da estrutura adotada, mas sim dos fluxos de caixa e dos riscos operacionais daí decorrentes.

Com este trabalho surgem as bases da teoria financeira. Esta teoria refere que os interesses dos acionistas e gestores convergem para a maximização do valor da empresa. O primeiro trabalho de MM, de 1958, assenta nos pressupostos de existência de um mercado de capitais

perfeito em que, entre outros, não há impostos nem custos de transação e todos os participantes do mercado têm acesso às mesmas informações a custo zero.

De acordo com Brealey e Myers (1998), MM (1958) reconheceram que o endividamento aumenta a taxa de rentabilidade esperada dos investidores das acionistas, mas também amplia o risco da empresa. MM (1958) demonstraram assim que o aumento do risco é exatamente compensado pelo aumento da rentabilidade esperada. Além de concluir pela irrelevância das decisões de financiamento, os autores mostraram também que o custo de capital próprio de uma empresa é diretamente proporcional ao nível de endividamento desta. Ou seja, quanto mais endividada é uma empresa, maior tende a ser o custo do seu capital próprio, na medida em que os acionistas dessa empresa passam a suportar um maior nível de risco sobre o investimento que nela fizeram.

MM (1958) argumentaram que, escolher entre a dívida e o capital próprio não tem um efeito material sobre o valor da empresa. Mostraram ainda que, a política de dividendos não interessa em mercados de capitais perfeitos. Também demonstraram que, as decisões de financiamento são irrelevantes nesses mercados (Brealey e Myers, 1998; Bedoya, 2008; Romano *et al.*, 2001).

Esta visão encerra, porém, uma imprecisão: considera que os custos do capital próprio e alheio são constantes, quando o nível de endividamento utilizado pela empresa se altera. Tal não é verdade (Soares *et al.*, 2007), pois a proposição I de MM permite uma completa separação entre as decisões de investimento e as de financiamento. Significa isto que, qualquer empresa poderá utilizar os métodos de decisão de investimento, sem se preocupar com a origem dos dinheiros destinados aos investimentos (Brealey e Myers, 1998).

O modelo de MM (1958) fundamenta-se em pressupostos considerados rígidos, tais como endividamento ilimitado e sem risco de incumprimento, taxa de juro sem risco, mercados de capitais perfeitos, sem custos de transação e sem impostos sobre o rendimento (Soares *et al.*, 2007).

Verificando as limitações do seu anterior modelo, em trabalho posterior, Modigliani e Miller (1963) repensaram as suas conclusões preliminares, tendo explorado a questão do benefício fiscal gerado pela utilização de dívidas, avaliando assim o efeito dos impostos na estrutura de capital das empresas. Os autores sugeriram que as empresas podem tirar proveito do benefício fiscal da dívida, pelo que o ideal seria endividarem-se ao máximo (Godoy, 2007). MM (1963) argumentam assim que, uma vez que os juros da dívida são dedutíveis, criam poupança fiscal, tornando-se possível para as empresas minimizar os seus custos de capital e maximizar o valor para os acionistas (Mazanai e Fatoki, 2011).

De acordo com MM (1963), uma empresa deve ter uma dívida de 100% na sua estrutura de capital (Mazanai e Fatoki, 2011), uma vez que os juros que remuneram o capital de terceiros são dedutíveis para efeitos de imposto sobre o rendimento, pelo que um maior nível de endividamento levaria a um aumento do valor da empresa.

Os clássicos MM (1958, 1963) merecem destaque, dada a sua enorme contribuição para a evolução das pesquisas sobre teoria financeira, tendo sido os primeiros a questionarem a existência de uma estrutura ótima de capital e a apresentarem os benefícios fiscais como os principais determinantes para o endividamento, ao mesmo tempo em que propuseram hipóteses para um nível de endividamento limitado (Silva e Valle, 2008).

2.1.2 Teoria do *Trade-off*

A teoria do *trade-off* defende a existência de uma estrutura ótima do capital, que maximiza o valor da empresa, resultando num *trade-off* entre benefícios fiscais e os custos de insolvência financeira, associados ao endividamento. Esta teoria preconiza que as empresas procuram certos níveis de dívida, visto serem beneficiadas pela redução dos seus impostos, ao invés de procurarem outros financiamentos (Bedoya, 2008). Ao utilizar capital de terceiros, a empresa pode utilizar o benefício fiscal de dedução de juros ao imposto devido, tornando o custo do capital de terceiros inferior ao custo do capital próprio. Por outro lado, e apesar das vantagens proporcionadas pelo endividamento através da poupança fiscal, a partir de determinado nível de endividamento cresce o risco de insolvência financeira da empresa e, conseqüentemente, os custos de insolvência, influenciando negativamente o seu valor.

A teoria do *trade-off* sustenta por isso a ideia de que, se, por um lado, o endividamento traz vantagens para a empresa por meio do benefício fiscal, por outro, acarreta também custos relacionados com a insolvência da empresa. A probabilidade de incorrer em insolvência é tanto maior, quanto maior for o grau de endividamento da empresa (Novo, 2009). Assim, a abordagem da teoria do *trade-off* defende a existência de um nível ótimo de endividamento que as empresas precisam de atingir e manter para maximizarem o seu valor, concluindo-se assim que, nestes casos, as empresas estabelecem uma estrutura ótima de capital que segue as diretrizes da teoria do *trade-off* (Godoy, 2007). Esta teoria prevê assim um *trade-off* entre benefícios fiscais e custos de insolvência da dívida, pelo que as empresas equilibram os benefícios fiscais com os custos de insolvência ao determinarem a quantidade adequada de dívida (Brounen *et al.*, 2006).

O *trade-off* abrange vários aspetos, incluindo a exposição da empresa à insolvência e aos custos de agência, contra os benefícios fiscais associados ao uso da dívida (Cassar e Holmes, 2003; Brounen *et al.*, 2006), prevendo por isso que as empresas tenham um rácio de dívida

alvo, com base em considerações fiscais e de insolvência. Assim, os dois determinantes predominantes de alavancagem na teoria do *trade-off* equivalem aos benefícios fiscais e aos custos de insolvência (Brounen *et al.*, 2006).

Conforme referido por Brealey e Myers (1998), facilmente se observa que, um aumento do nível da dívida da empresa aumenta os seus custos de insolvência e, portanto, reduz o seu valor. Quanto maior o endividamento da empresa, maior o seu risco financeiro. Desta forma, os investidores exigirão uma maior remuneração sobre o capital emprestado à empresa. Esta “maior compensação” reduz o fluxo de caixa da empresa, as suas possibilidades de pagamento e, conseqüentemente, o seu valor.

Com a introdução dos custos de insolvência, a abordagem do *trade-off* relativiza a importância do endividamento enquanto determinante da estrutura de capital. No entanto, não consegue explicar a razão por que empresas mais bem-sucedidas crescem com pouco endividamento (Soares *et al.*, 2007). Por outro lado, e de acordo com Nakamura e Martin (2007), a teoria do *trade-off* não considera explicitamente, mas também não nega, a existência de problemas de agência relacionados com as decisões de estrutura de capital.

2.1.3 Teoria da Agência

O trabalho de Jensen e Meckling (1976), “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”, foi pioneiro na aplicação da teoria da agência ao problema da estrutura de capital. O ponto central dessa teoria passa pelo relacionamento entre o principal e o agente, em que o primeiro contrata o segundo para executar algum tipo de serviço. Esta teoria, proposta na década de 70 do século XX, centra-se na análise dos potenciais conflitos entre os detentores da propriedade das empresas e os respetivos gestores, defendendo que os gestores tendem a prosseguir e a defender os interesses próprios, deixando para plano secundário os interesses dos acionistas (Soares *et al.*, 2007).

Uma relação de agência equivale a um contrato, através do qual uma pessoa (o principal) recorre ao serviço de terceiros (designadamente o agente), para que estes realizem, em seu nome e por sua conta, uma determinada tarefa. Como o agente pode ser tentado a satisfazer os seus próprios interesses em detrimento dos interesses do principal, advêm conflitos entre as partes, com os conseqüentes custos (Barros, 1995). A teoria da agência centra-se na separação entre a propriedade e a gestão da empresa. Esta separação da propriedade provoca assim conflitos entre proprietários e gestores da empresa, o que implica custos de agência a considerar na determinação do valor da empresa (Jensen e Meckling, 1976).

Para Kayo e Famá (1997) uma das teorias da estrutura de capital mais discutida nos últimos 20 anos corresponde à teoria da agência, a qual fornece informações valiosas sobre as finanças das PME. Jensen e Meckling (1976) argumentam que as operações das empresas envolvem conjuntos de relações contratuais entre as várias partes, como proprietários, administradores, credores, clientes e fornecedores. Estas relações envolvem custos de agência que surgem a partir da possibilidade de conflitos de interesse entre as partes, tais como proprietários e gerentes, proprietários e credores (Romano *et al.*, 2001).

Jensen e Meckling (1976) identificaram dois tipos de conflitos na empresa: os conflitos entre acionistas e gestores e os conflitos entre acionistas/gestores e credores. O custo de agência do capital é gerado quando existem conflitos de interesse entre os acionistas e os gestores. A relevância dos problemas de agência e os benefícios de sinalização na escolha da estrutura de capital são causados por interesses divergentes e pela capacidade dos acionistas e credores, para se monitorizarem mutuamente (Brounen *et al.*, 2006).

Segundo Jensen e Meckling (1976), se a empresa tiver um único proprietário e gestor, supõe-se que procure maximizar a riqueza desta (ou a sua própria). Dessa forma, ele cumpre a principal meta do gestor financeiro, a saber: maximizar a riqueza dos acionistas (i. e., dele mesmo) (Kayo e Famá, 1997). Jensen e Meckling (1976) constataram que os problemas de agência surgem quando o gestor tenta satisfazer os seus próprios interesses, antes de respeitar os compromissos assumidos com o proprietário do capital, podendo resultar em conflitos entre as partes. O risco subjacente a este tipo de conflitos acarreta custos para a empresa, designados por custos de agência.

Os conflitos entre gestores e acionistas mostram-se também passíveis de influenciarem a escolha da estrutura de capital, pelo que, o uso de dívida na estrutura de capital da empresa também gera custos de agência. A este nível os resultados do trabalho efetuado por Brounen *et al.* (2006) são surpreendentes, dado encontrarem problemas de sinalização e agência, como fatores importantes na escolha da estrutura de capital, pelo que, os obstáculos enfrentados pelas pequenas empresas na sua procura de capital têm, recorrentemente, sido atribuídos a custos de agência elevados (Carter e Auken, 2005). Estes são os custos que surgem como resultado de uma relação proprietários/gestores da empresa e os detentores de dívida. Este conflito de interesses é um dos fatores mais importantes e influentes, pois as empresas enfrentam diferentes decisões, que incluem o pagamento de dividendos ou pagamento de dívidas e financiamento de novos investimentos (Moradi *et al.*, 2012). Nessa ordem de ideias, Cassar e Holmes (2003) consideram que, as empresas com custos de agência relativamente mais elevados devido ao conflito entre a empresa e os detentores de dívida, devem ter níveis de dívida mais baixos.

A substituição de ativos é outro problema de agência entre acionistas e os credores, em que os primeiros preferem projetos de alto risco, porque podem beneficiar de todo o potencial de

crescimento. Por outro lado, os credores têm uma remuneração fixa e preferem projetos com menor risco (Brounen *et al.*, 2006).

O reconhecimento dos problemas de agência na relação entre acionistas e credores faz com que os credores, de uma forma geral, prefiram financiar as empresas que possuam ativos que sejam mais fáceis de controlar e avaliar. Não é por acaso, que as empresas com atividades baseadas em bens tangíveis, com relativa facilidade de avaliação e venda tendem a ter maior capacidade de endividamento (Nakamura e Martin, 2007).

2.1.4 Teoria do *Pecking Order*

A partir das pesquisas sobre assimetria de informação e continuando os estudos sobre estrutura de capital, Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) propõem uma nova teoria, segundo a qual as empresas seguiriam uma ordem hierárquica para decidir a fonte de financiamento. Essa teoria, denominada *pecking order*, sugere que a opção por financiamento dá prioridade às fontes geradas internamente (autofinanciamento). Caso esses recursos não sejam suficientes para cobrir as necessidades de financiamento, a segunda opção é o financiamento por meio de dívida (capital de terceiros). Por fim, e se ainda houver necessidade de recursos, as empresas procederá ao aumento de capital.

Assim, segundo a teoria do *pecking order*, as empresas financiam-se preferencialmente com capitais gerados internamente, ajustando a sua política de dividendos às oportunidades de investimento. Na insuficiência deste tipo de financiamento, a preferência por capitais externos vai para empréstimos, e, só por último, para a emissão de capital próprio (Cressy e Olofsson, 1997; Cassar e Holmes, 2003; Brounen *et al.*, 2006; Soares *et al.*, 2007 e Mazanai e Fatoki, 2011). Nesta ordem de ideias, a teoria do *pecking order* defende que a empresa usa capital próprio ao invés de se endividar. Assim, o montante da dívida irá refletir a necessidade da empresa de fundos externos (Bedoya, 2008 e Bartholdy *et al.*, 2012).

A teoria do *pecking order* sugere que, as empresas têm uma ordem de preferência particular na escolha dos financiamentos utilizados para se financiarem (Myers, 1984), devido, sobretudo, à presença de assimetrias de informação entre a empresa e os potenciais financiadores (Cassar e Holmes, 2003). A justificação para a hierarquia assenta na informação assimétrica, pelo que a teoria do *pecking order* é consequência da informação assimétrica, como referem os autores Myers (1984), Brealey e Myers (1998) e Bartholdy *et al.* (2012). A teoria do *pecking order* mostra assim como a assimetria da informação influencia as decisões de financiamento das empresas. Dada a assimetria de informação entre a empresa e os terceiros, a empresa tem uma preferência pelo financiamento interno ao invés de financiamento externo, visto o custo de capital externo ser maior para a empresa. Portanto,

as empresas rentáveis que têm acesso a lucros retidos podem usá-los para o seu financiamento, em vez de acederem a fontes externas (Cassar e Holmes, 2003).

Com base nesta teoria, pode-se constatar que empresas com, elevada capacidade de gerar resultados têm baixos níveis de capital alheio, não por terem definido como objetivo um baixo rácio de endividamento, mas sim porque não necessitam de recorrer a recursos externos, já que, têm capacidade de autofinanciamento (Rajan e Zingales, 1995). Por outro lado, empresas pouco lucrativas e cuja capacidade de autofinanciamento não é suficiente para fazer face ao seu plano de investimentos, tendem a emitir dívida. A teoria do *pecking order* explica assim a razão pela qual as empresas mais lucrativas recorrem normalmente menos aos empréstimos, depreendendo-se que, as empresas menos lucrativas emitem dívidas porque não dispõem de fundos internos suficientes para financiar o seu plano de investimento.

Enquanto a abordagem trade-off sugere um nível ótimo de endividamento que será alcançado pelo equilíbrio entre benefícios fiscais associados à utilização de dívida e os custos de insolvência, a teoria do *pecking order* não se compactua com uma estrutura ótima de capital, mas sim com uma hierarquização das fontes de financiamento, de acordo com o seu custo (Vieira e Novo, 2010), tendo como objetivo minimizar os custos originados pela assimetria de informação.

De acordo com Scholtens (1999), a integração do *pecking order* no estudo das decisões de financiamento deve ser relacionado com a fase do ciclo de vida em que a empresa se encontra.

2.1.5 Teoria do Ciclo de Vida

Dado que a estrutura de capital das empresas se altera ao longo do seu ciclo de vida, as necessidades de financiamento podem mudar com a evolução ao longo desse mesmo ciclo de vida (Ang, 1992). O conceito de que as empresas evoluem através de um ciclo de vida financeiro está bem identificado na literatura (La Rocca *et al.* 2011). Davies e Gibb (1990), Dodge e Robbins (1992) e Peden (1999) equivalem a alguns dos autores que vêm advogando a circunstância de as empresas transitarem por distintas etapas de desenvolvimento. Independentemente da dimensão ou da antiguidade da empresa em questão, a estas etapas subjazem naturalmente várias dificuldades.

Outros autores, como Petty e Walker (1978), Hutchinson e Ray (1983), Peterson e Shulman (1987), Ang (1991) e Vos e Forlong (1996), que se acercaram do tema do ciclo de vida das empresas, desenvolveram, por seu lado diversos modelos, estudando, também, fatores

fulcrais como o acesso a fontes de financiamento visando a sobrevivência, o crescimento e a expansão da empresa no mercado.

Convém salientar o trabalho de Walker (1989), um dos primeiros a demonstrar preocupação com o acesso a fontes de financiamento das empresas ao longo do seu ciclo de vida. Este autor reconheceu, assim, quatro estádios do ciclo de vida - nascimento, desenvolvimento, consolidação e maturidade, os quais contemplam as diferentes fontes de financiamento a que as PME vão recorrendo consoante a sua evolução, durante o seu ciclo de vida. Delimitou outrossim os desiguais estádios deste ciclo de vida, alicerçado na idade da empresa. Para ele, quanto mais as empresas avançam nos estádios do ciclo de vida avançando também em idade e, logo, ampliando o efeito da reputação alcançada, mais fortalecem a diversificação das fontes de financiamento.

Em suma, Walker (1989) caracterizou os estádios do ciclo de vida da seguinte forma: o “estádio 1”, ou estádio do “nascimento”, aplica-se a empresas com um período de vida que vai dos 0 aos 4 anos. Neste período, o objetivo central destas empresas passa pela sobrevivência em que, a fonte essencial de financiamento equivale aos recursos financeiros dos empresários, bem como, eventualmente aos dos seus amigos e da família.

No “estádio 2”, também conhecido como estádio de “desenvolvimento ou crescimento”, para lá do financiamento procedente dos fundos pessoais, dos empresários e dos lucros retidos, as PME recorrem normalmente a fontes externas de capital. Nesta etapa, ou melhor, estádio do ciclo de vida empresarial, os bancos perfazem a fonte de capital alheio por excelência de que as empresas se socorrem. Por sua vez, os bancos procuram, porém, garantias sobre os ativos da empresa e/ou sobre o património pessoal do empresário ou proprietário (Walker, 1989). No que ao capital externo diz respeito, as fontes de financiamento mais comuns coincidem com os investidores informais, dado que as sociedades de capital de risco e os investidores no mercado bolsista raramente se dispõem a investir em PME ainda consideradas jovens.

O “estádio 3”, o equivalente ao estádio de “consolidação”, inclui as PME que já construíram uma reputação junto dos financiadores, assim como já fidelizaram clientes, além de deterem alguma estabilidade financeira. Neste estádio de consolidação, as PME usufruem de uma considerável linha de crédito junto dos bancos, tanto que lhes é exequível realizarem a sua primeira oferta pública de ações. Por outras palavras, pela primeira vez, a empresa pode emitir ações no mercado com vista a adquirir financiamentos que lhe permitam a sua expansão. Neste estádio, a empresa preocupa-se essencialmente com a maximização de lucros e com o desenvolvimento da performance sobre o investimento (Walker, 1989).

No “estádio 4”, também designado de estádio de “maturidade”, o objetivo cimeiro da empresa passa não só pelo crescimento, como também pela expansão da sua quota de mercado, entre outros que vão além da mera maximização de lucros e da performance do

investimento, características do estágio de consolidação, anteriormente descrito. Chegadas a este estágio de maturidade, as empresas revelam uma estabilidade financeira considerável, visto que se encontram no mercado há um período de tempo digno de nota. As empresas no estágio 4 gozam do acesso a quase todos os segmentos do mercado de capital alheio (Walker, 1989).

Berger e Udell (1998) representam outros dos autores que estudaram as fontes de financiamento das empresas, definindo, similarmente, diversos estágios do ciclo de vida de acordo com a idade da empresa. Para eles, os quatro estágios do ciclo de vida da empresa traduzem-se em estágio de “criação”, que vai dos 0 aos 2 anos; estágio de “adolescência”, que medeia entre os 3 e os 4 anos; estágio da “média idade”, ocorrente entre os 5 e os 24 anos de vida e, por fim, estágio da “antiguidade”, que caracteriza empresas com idade igual ou superior a 25 anos.

Ainda de acordo com Berger e Udell (1998) é nos dois primeiros estágios, o de “criação” e o de “adolescência”, que a empresa obtém maioritariamente financiamento através de recursos investidos pelos próprios empresários, por amigos e/ou por membros da família. Nos estágios que se seguem, o da “média idade” e o da “antiguidade”, as PME têm acesso a maiores montantes de capital próprio, logo, o montante de capital alheio vai sendo reduzido à medida que a empresa amadurece.

2.2 Financiamento e Fontes de Financiamento das PME

No tocante ao domínio da contabilidade e finanças, muitos estudos mostraram a preocupação em aferir acerca da forma como a estrutura de capital das empresas influenciará a performance destas. A estrutura de capital e a política de dividendos influenciam significativamente os debates académicos acerca do valor da empresa, de como se pode aumentar a performance e o valor para o acionista a longo prazo (Moradi *et al.*, 2012). Uma das decisões mais importantes que os empresários tomam é por isso a de financiar as operações das suas empresas (Berger e Udell, 2006).

A estrutura de capital de uma empresa é composta por fundos originários do capital próprio ou de terceiros, ou seja, as dívidas, a elas acresce o nível de risco das empresas em termos de subinvestimento, insolvência e/ou discórdias entre credores e acionistas. A disponibilidade de financiamento para as PME constitui por isso um tema de pesquisa de manifesto interesse para os académicos, além de representar uma questão importante para os formuladores de políticas em todo o mundo (Berger e Udell, 2006 e De la Torre *et al.*, 2010). A maneira como as empresas usam o seu capital próprio e de terceiros, no sentido de financiar os seus ativos,

estabelece assim a estrutura capital daquelas, objeto fulcral nos estudos e teorias das finanças empresariais.

Numa época de alta competitividade empresarial e de mercados, impulsionada pela globalização económica, considera-se que as decisões de acesso ao financiamento se revestem de grande relevância, especialmente porque se trata de um recurso que permite às empresas, muitas vezes, sobreviver e apostar num desenvolvimento mais sustentável, contribuindo para a geração de valor económico e emprego (Godoy, 2007). Ainda assim, Quartey (2003) realçou a parca análise empírica, isto é, foram os escassos os testes de hipóteses realizados para verificar a relação entre financiamento e performance da empresa, apesar da necessidade em se compreender o papel das finanças em relação ao desenvolvimento da empresa, o que se mostra fundamental para a formulação de políticas relativas às PME.

Segundo Matias *et al.* (2010), as PME são consideradas fundamentais na geração de emprego e na criação de riqueza económica, embora sejam empresas que se defrontam com algumas restrições no acesso ao crédito bancário e nos termos de negociação das condições a ele associadas, pelo que, as decisões de financiamento estão entre as questões mais importantes e difíceis enfrentadas pelas PME (Carter e Auken, 2005). Ainda segundo estes autores, a subcapitalização e as fontes inadequadas de capital, podem resultar na incapacidade de as empresas financiarem adequadamente as suas operações, assim como, de procurar novas oportunidades de mercado. Xiong *et al.* (2009) afirmam mesmo que as dificuldades de financiamento equivalem assim ao maior estrangulamento no crescimento das PME.

O estudo de Beck e Demirgüçkunt (2006) revelou também que o acesso ao financiamento corresponde a um importante obstáculo ao crescimento das PME, e que, os instrumentos de financiamento inovadores podem contribuir para facilitar o acesso destas empresas ao financiamento. Ainda segundo os mesmos autores, embora as PME constituam uma parte significativa do total de emprego em muitos países, uma das razões que as impede de contribuírem para o crescimento económico, passa pelo facto deste tipo de empresa enfrentar um aumento dos obstáculos, dado que, em comparação com as grandes empresas, estão mais limitadas no acesso ao financiamento.

De acordo com Vera-Colina *et al.* (2011), a nível internacional, verifica-se um interesse crescente diante das características do financiamento de negócios, nomeadamente relativo aos fatores que subjazem ao acesso das empresas a diferentes fontes de financiamento. Uma questão de relevo prende-se com a dimensão e a sua influência, na altura de se tentar obter financiamento: até que ponto a dimensão constitui uma variável preponderante para esse acesso e obtenção de financiamento? Os mesmos autores referem a parca existência de estudos que se debrucem particularmente sobre a deteção dos obstáculos aliados à dimensão

no que toca a consecução de financiamento, estando as atenções atualmente mais voltadas para fatores ambientais do que para a análise das condições de gestão interna das PME.

Boa parte da literatura indica que as PME têm menos acesso ao financiamento do que as grandes empresas. Em comparação com estas, as PME são mais opacas e possuem menos bens passíveis de constituírem garantia (Lin e Sun, 2006; Nakamura e Martin 2007 e Lorandini, 2011). As dificuldades significativas no acesso ao financiamento externo surgem, em parte, devido à fragilidade financeira das pequenas empresas e à opacidade legal de informação destas perante os credores. A opacidade informacional de uma empresa e a sua performance económico-financeiro, características da sua qualidade intrínseca, constituem assim determinantes de condições do empréstimo obtido (Matias *et al.*, 2010). A importância relativa das informações e as suas assimetrias mudam de acordo com as características dos candidatos aos empréstimos. Neste sentido, tem-se argumentado que as PME sofrem de restrições financeiras e racionamento de crédito porque, os empréstimos para as pequenas empresas, geralmente envolvem assimetrias de informação mais elevadas (Lorandini, 2011).

Conforme descrito por Mazanai e Fatoki (2011), a informação assimétrica é prevaiente. Uma empresa sabe o risco e o retorno esperado do seu projeto, enquanto o credor só sabe o retorno médio esperado e o risco médio de um projeto. Os mercados de crédito também divergem de um mercado idealizado porque a informação é imperfeita. A vontade do credor de emprestar dinheiro a um determinado mutuário pode depender daquele deter informações suficientes sobre a fiabilidade deste, certificando-se que o mutuário vai utilizar os fundos emprestados de forma eficaz.

Por outro lado, o financiamento incorre em custos de transação (Cassar e Holmes, 2003), os quais são definidos como a taxa de retorno a título de remuneração do capital investido pelos proprietários e/ou terceiros (Bedoya 2008). É, por outras palavras, o custo de oportunidade e dos recursos gastos como resultado de uma decisão de investimento, bem como a influência na estrutura de capital da empresa, tendo em conta a taxa aplicada a esse investimento. Então, pode-se referir que o custo de capital provoca impacto direto nas operações financeiras da empresa e conseqüentemente no seu rendimento económico e performance.

Segundo Cassar e Holmes (2003), os custos de transação associados ao financiamento podem afetar as escolhas das empresas em termos de financiamento, considerando esses custos mais prováveis em função da escala. Ou seja, os financiamentos em menor escala resultam em custos de transação relativamente mais elevados, pelo que para muitas empresas, o custo de capital externo parece, de facto, exceder o custo dos fundos internos. Como os lucros são altamente cíclicos, a existência de restrições de liquidez torna os custos de investimento mais sensíveis às flutuações na atividade económica (Goergen e Renneboog, 2001). No entanto, a literatura empírica suporta o modelo da hierarquia de financiamento, alicerçada na teoria do *pecking order*, que prevê que as despesas de investimento podem ser, em algumas empresas,

alavancadas por falta de fundos gerados internamente. Neste sentido, além do que referiu anteriormente e dos critérios exigidos pelos bancos relativamente aos tipos de financiamento apresentados, neste aspeto, pode-se entender o custo de capital, como a forma de prever a taxa de retorno exigida pelos bancos no sentido de garantir o investimento patrimonial na empresa.

As empresas dispõem de várias fontes para o fornecimento de recursos: dívida e capital próprio ou ambos, que vão sendo reconhecidos e caracterizados de diferentes formas ao longo do tempo (Bedoya, 2008), dependendo da fase ou estado em que a empresa se apresente. No entanto, para Brealey e Myers (1998), o recurso básico de qualquer empresa é a corrente de fluxos de tesouraria produzida pelos seus ativos, pelo que quando uma empresa é inteiramente financiada por capitais próprios, todos os fluxos de tesouraria gerados, pertencem aos sócios/acionistas.

Num estudo desenvolvido por Serrasqueiro (2003), foi concluído que a capacidade financeira das PME depende principalmente do capital próprio gerado internamente, considerando os lucros retidos em movimentos de tesouraria, todavia, McMahon *et al.* (1993) afirmam que nas empresas em geral, e nas PME em particular, o autofinanciamento costuma mostrar-se insuficiente para cobrir as necessidades de fundo de manuseio e de investimento, pelo que, frequentemente, a empresa necessita recorrer a fontes alternativas de financiamento para fazer face às suas necessidades, que se alteram à medida que a empresa vai evoluindo no seu ciclo de vida.

Os autores Irwin e Scott (2010), referem as instituições bancárias, como os principais financiadores externos das PME. A maioria dos estudos empíricos concluiu também, que a relação necessariamente estabelecida entre o banco e a empresa, aumenta a possibilidade de acesso ao crédito e melhora as condições do empréstimo incrementando, conseqüentemente, a performance e o valor empresarial (Matias *et al.*, 2010). Deste modo, verifica-se o desenvolvimento de novos modelos de negócios, tecnologias e sistemas de gestão de risco por parte dos bancos, para servir as PME. Contudo, para Matias *et al.* (2009), os óbices que se prendem com o relacionamento bancário ocorrem, sempre que o valor criado não é repartido equitativamente pelo banco e pela empresa financiada. A relação com o banco não se encontra, desta forma, isenta de alguns entraves que comprometem quer o banco quer a empresa financiada. O primeiro óbice tem a ver com uma restrição monetária a que se sujeita a empresa financiada. O segundo problema resulta, por seu lado, do monopólio informativo que o banco desenvolve durante o tempo em que decorre o financiamento e que poderá manifestar-se na prática de *pricings* elevados, ou melhor, desajustados perante o nível de risco da empresa, sobretudo em mercados locais em que o banco detém poder de mercado significativo.

Os resultados do estudo de De la Torre *et al.* (2010) questionam o senso comum de que as PME são negligenciadas pela maioria dos bancos, uma vez que a sua opacidade crónica as torna, senão totalmente, substancialmente dependentes do relacionamento de empréstimo. Nos países desenvolvidos e em desenvolvimento, constantes no estudo, este autor verificou que segundo a opinião dos bancos privados, as PME são reconhecidas como setor estratégico sujeito a expansão e portanto, potenciais clientes das suas instituições.

Conforme referem Cull *et al.* (2006) e La Rocca *et al.* (2011), as empresas precisam geralmente de diferentes tipos de financiamento para fins diversos e em distintos pontos do seu ciclo de vida. No ciclo de vida das empresas, as suas necessidades financeiras mudam de acordo com as suas capacidade de gerar *cash-flow*, o que se irá refletir na evolução das preferências pelo financiamento, e na natureza das escolhas financeiras que as empresas fazem, desde o seu nascimento até à maturidade. As empresas devem por isso aplicar estratégias de financiamento apropriadas às diferentes fases do seu ciclo de vida.

Segundo Berger (1999), três condições subjazem às relações informacionais intensivas estabelecidas entre o banco e o cliente, a saber: em primeiro lugar o banco averigua toda a informação disponível, que pode ir além da informação disponibilizada nos órgãos públicos disponíveis; depois, essa recolha de informação debruça-se essencialmente sobre o modo de utilização de produtos e serviços através das interações múltiplas decorrentes; finalmente, o cariz da informação colhida revela-se principalmente qualitativo, permanecendo essa informação confidencial.

No caso das PME mais jovens, o capital bancário levanta algumas restrições, uma vez que os bancos parecem considerar a idade da empresa uma variável intrinsecamente associada à capacidade de desenvolvimento de negócio, o que lhe permite cumprir o compromisso financeiro com aquelas instituições. No entanto, e embora as instituições bancárias considerem a antiguidade das empresas sinónimo de solidez no negócio, colocam alguns requisitos ao financiamento, nomeadamente, através da análise da perspectiva de inovação e desenvolvimento do negócio no mercado, bem como a performance do mesmo, e a aquisição de elementos patrimoniais de grande valor, de forma a ser garantida a segurança do pagamento. Cumpridos estes pressupostos, parece interessante observar que as taxas de juro aplicadas pelos bancos às empresas de mais idade possam ser mais favoráveis, tendo em conta a qualidade da relação já estabelecida entre ambos, tal como refere o estudo de Kim e Lee (2011).

Segundo Berger e Udell (1998) o financiamento bancário é uma fonte de financiamento que deve ser vista como reserva, uma vez que os empréstimos concedidos pela banca exigem garantias sobre o património pessoal do empresário e/ou da empresa. Deste modo, os bancos transpõem o risco do financiamento para a empresa ou para os seus proprietários. Assim, o financiamento externo é passível de se considerar, parcialmente, como financiamento

interno, dado os detentores de capital próprio não estarem livres de serem responsabilizados pelo pagamento da dívida, suportando, portanto, o risco do financiamento. Na generalidade, verifica-se que na ausência de um histórico sólido e de uma forte posição financeira, são necessárias outras garantias que transmitam sustentabilidade e equilíbrio financeiro das empresas, mesmo que estas garantias passem pelo reconhecimento da propriedade privada, já que, caso os proprietários/acionistas das empresas necessitem de aceder, por exemplo a um tipo de financiamento, prevalecerá um risco significativo de exposição pessoal (Bruns e Fletcher, 2008).

Xiong *et al.* (2009) afirmam que, as dificuldades inerentes ao acesso de financiamento pelas PME promovem o crédito comercial como principal fonte alternativa à banca. Assim, e de acordo com os mesmos autores, as empresas com menor facilidade de acesso aos mercados de capitais sustentam-se nas empresas com maior mobilidade financeira nesse espaço, o que lhes permite ter acesso ao capital comercial, não obstante, os custos inerentes ao mesmo, por norma serem superiores aos créditos bancários.

No estudo de Berger e Udell (1998) foram identificados os fornecedores como principal fonte de capital alheio das PME, seguindo-se-lhe os bancos. O crédito comercial consiste numa forma de financiamento em que as empresas atuam como fornecedores de crédito a outras empresas, ao adiar a cobrança dos montantes em dívida. É evidente que as empresas comerciais podem reduzir o papel das instituições financeiras ao optar por adiar a cobrança das verbas devidas. Ao procederem assim, os fornecedores permitem que os seus clientes continuem as suas atividades diárias, apesar de eventuais restrições que estes possam ter nos mercados de crédito (Rodríguez-Rodríguez, 2008). Assim, as fontes de financiamento geradas pelo acesso ao crédito comercial tornam-se favoráveis para os dois intervenientes, embora os fornecedores possam também ter grandes benefícios, uma vez que, ao protelarem a dívida dos clientes, aumentam a possibilidade de os reter enquanto seus devedores.

Existem ainda outros tipos de financiamento às PME, caracterizados como mais flexíveis e que se podem ajustar às necessidades das empresas de maneira real, mas limitada. Refere-se por exemplo o *leasing*, *factoring* e as mais comuns linhas de crédito de tesouraria. O primeiro destaca-se por ser um tipo de financiamento que é normalmente utilizado para aquisição de materiais e/ou equipamentos, que permitem fomentar a modernidade e inovação empresarial, promovendo a performance das PME nos mercados. São créditos que servem o usufruto da empresa ao mesmo tempo que é pago, sendo esses materiais e/ou equipamentos propriedade efetiva da mesma, após a liquidação total da dívida. McMahon *et al.* (1993), reconhecem que o recurso ao *leasing* pelas PME lhes permite obter os ativos fixos necessários, sem a imobilização imediata de capital. Segundo Klapper (2006), o *factoring* constitui-se como um tipo de financiamento imediato, que colmata as necessidades financeiras da empresa a curto prazo. Ou seja, este tipo de financiamento exige um contrato, no qual consta a gestão da concessão dos créditos de financiamento a outra empresa, que determina

e garante o pagamento da dívida pela empresa devedora, recebendo uma percentagem por esse acompanhamento. Comumente a curto prazo, pode-se ainda referir as linhas de crédito de tesouraria, nomeadamente as contas-correntes caucionadas, que consistem na disponibilidade dos bancos em facultarem um *plafond*, que previamente acordado entre as duas partes, pode servir por exemplo para colmatar necessidades de tesouraria, ou outras situações adversas que surjam na empresa.

Tendo em conta as restrições e a necessidade de financiamento para o crescimento e sustentabilidade das PME, Barth *et al.* (2011) verificaram que os mercados de capitais não são um mecanismo importante para o acesso das PME ao crédito, sendo que, para estes autores os empréstimos bancários são avaliados como única alternativa de financiamento externo para as PME, uma vez que os bancos se revestem da capacidade de obter informações privadas acerca destas, o que acontece a baixo custo. Os mercados de ações e títulos não possuem esta característica (Burkowski *et al.*, 2009), sendo nestes casos necessária informação quantitativa e qualitativa sempre atualizada. Ora, a maioria das PME não preenche os requisitos para alcançar a cotação naquele mercado e os seus proprietários integram fatores adversos ao capital externo, evitando a perda da independência e do controlo da empresa (Serrasqueiro *et al.*, 2011).

A crescente atenção dedicada às PME na última década, como resultado do reconhecimento do seu importante contributo para o desenvolvimento económico e geração de novos empregos, refletiu-se no desenvolvimento de vários esquemas de financiamento público (Oncioiu, 2012). Neste sentido, atenta-se que esta situação advém da necessidade de integração das PME nos mercados, contribuindo para isso a disponibilização de fundos e financiamentos públicos, com o objetivo de promover o crescimento económico do país e consequentemente das PME. Assim, desde incentivos comunitários a outros fundos públicos, disponibilizados por exemplo por empresas ou financiadores públicos, como o Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação (IAPMEI), as PME têm tido acesso a uma panóplia de recursos financeiros, que lhes tem permitido inovar e crescer nos mercados.

Como fontes externas de financiamento, as PME recorrem-se maioritariamente dos bancos e dos produtos e serviços disponibilizados, que tal como se tem vindo a referir são promovidos sob critérios lineares e específicos em termos de condições de acesso. Assim, pode-se inferir que as PME, em particular as que se definem por não cotadas, demonstram enfrentar obstáculos no acesso ao financiamento externo, o que provoca uma situação acrescida que traz dependência relativamente aos fundos internos para poder financiar os seus investimentos e, consequentemente, desenvolver o seu crescimento numa base endógena (Serrasqueiro *et al.*, 2011).

3 ESTUDO EMPÍRICO

3.1 Metodologia de Investigação

3.1.1 Objetivos da Investigação

O presente trabalho de investigação tem uma abordagem quantitativa, baseada em hipóteses e foca-se na análise do relacionamento entre vários determinantes (estrutura do ativo, dimensão, idade, risco, crescimento) particularmente dos determinantes relativos às fontes de financiamento alheio (financiamento alheio curto prazo, financiamento alheio de médio e longo prazo), financiamento próprio (capital próprio, capital social e outros capitais próprios) e a performance das PME do distrito de Castelo Branco.

Dado Portugal ser um membro de pleno direito da União Europeia (UE), para efeitos do presente estudo, teve-se em conta a Recomendação da Comissão Europeia 2003/361/CE, de 6 de maio de 2003, relativa à definição das micro, pequenas e médias empresas, que fornece os critérios de qualificação das PME e a noção de microempresa. Esta definição é feita em função dos efetivos que dispõem, do volume de negócios ou do balanço total anual destas. Assim, uma média empresa define-se como uma empresa que emprega menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros. Uma pequena empresa equivale a uma empresa que emprega menos de 50 pessoas e cujo volume de negócios ou balanço total anual não excede 10 milhões de euros. Uma microempresa corresponde, por sua vez, a uma empresa que emprega menos de 10 pessoas e cujo volume de negócios ou balanço total anual não excede 2 milhões de euros.

Oliyide (2012) constata que as PME se traduzem essenciais para o desenvolvimento e crescimento de qualquer economia, por desempenharem um papel macroeconómico importante. Esta realidade também se verifica em Portugal, pois segundo dados fornecidos pelo INE (2011), em 2009, existiam 348.552 PME, as quais representam a esmagadora maioria do tecido empresarial, aproximadamente 99,7% das empresas Portuguesas, representando estas cerca de 59% do volume de negócios e do Valor Acrescentado Bruto a Custo de Fatores (VAB_{cf})¹ gerados nesse ano.

¹ Valor acrescentado bruto a custo de fatores (VAB_{cf}) - Valor de produção deduzido das compras de bens e serviços (excluindo as mercadorias) mais ou menos, consoante a variação positiva ou negativa dos stocks de matérias-primas subsidiárias e de consumo, e deduzidos de outros impostos sobre a produção ligados ao volume de negócios mas não dedutíveis. Representa a fração que fica para distribuição do VAB, após o pagamento de todos os impostos sobre a produção e o recebimento de todos os subsídios sobre a produção.

A decisão de financiamento baseia-se essencialmente em identificar as possibilidades de financiamento que permitam à empresa aumentar o seu valor em todos os aspetos, isto é, criando valor para empresa e para os acionistas, pelo que se torna pertinente aferir acerca da relação entre o financiamento e a performance das PME.

Neste seguimento, define-se como objetivo principal desta investigação a análise acerca da relação entre o financiamento e a performance das PME do distrito de Castelo Branco.

Após definição deste objetivo principal, abordam-se os objetivos específicos desta investigação:

- 1) Identificar e analisar os determinantes da performance das PME do distrito de Castelo Branco.
- 2) Analisar o relacionamento entre as fontes de financiamento e a performance das PME do distrito de Castelo Branco.
- 3) Identificar qual a teoria predominante nas decisões de financiamento e determinantes da estrutura de capital das PME do distrito de Castelo Branco.

3.1.2 Hipóteses de Investigação

Na sequência dos objetivos desta investigação, relativos ao relacionamento entre o financiamento e a performance das PME, formularam-se hipóteses, cujo teste conduziu ao uso de modelos de regressão linear múltipla, considerando-se como variável dependente a performance e, como variáveis independentes a estrutura do ativo, dimensão, idade, nível de risco, crescimento, financiamento alheio e financiamento próprio. Em seguida apresentam-se as hipóteses de investigação.

Performance

Segundo Ottoboni e Pamplona (2001), a performance refere-se aos resultados obtidos, os quais podem ser avaliados e comparados em relação a metas, padrões e aos resultados históricos. Estes resultados expressam satisfação, insatisfação, eficiência e eficácia e podem ser apresentados em termos financeiros ou não. Para estes autores são cinco as dimensões da performance: 1) relativa à satisfação do cliente e ao mercado; 2) financeira; 3) relativa às pessoas; 4) relativa aos fornecedores e 5) relativa aos produtos e processos.

A performance é portanto importante, no que respeita ao aumento da competitividade dos mercados europeus, nos sectores do trabalho, bens e serviços, tendo em conta a liberalização

dos mesmos naquela zona. Neste sentido, a competitividade destes mercados, veio potenciar a performance das empresas, a modernização e o acesso às tecnologias, permitindo que estas empresas, de forma mais equitativa e competitiva, promovam uma procura mais justa, de novos mercados, relativamente a outros países.

A performance encontra-se intimamente relacionada com os resultados dos indicadores de lucratividade e receita e, inclusivamente, com o nível de utilização do património e a variação deste. Os referidos indicadores aplicam-se, em geral, a toda a empresa. Por outro lado, estes são também agregados, com vista a obter um único indicador, composto por dois ou mais indicadores de performance. Exemplos disso são o retorno sobre o investimento, a performance, as taxas de lucro operacional e outros indicadores de lucratividade e liquidez (Ottoboni e Pamplona, 2001).

A relação entre a hipotética performance da empresa e a estrutura de capital encontra-se na teoria do *pecking order* baseada em Myers (1984). De acordo com esta teoria, quanto mais rentável for uma empresa, mais esta será capaz de se financiar, reduzindo o risco de dívida.

Particularmente, este estudo visa compreender a performance ajustada à variável dependente, sendo esta, medida através do rácio entre os resultados operacionais e o ativo total, *proxy* amplamente utilizada como medida da performance das empresas (Serrasqueiro e Maças, 2008).

Estrutura do Ativo (Tangibilidade)

As PME têm importantes ativos intangíveis, mas normalmente, possuem capital limitado e outros recursos para apoiar a sua fabricação e comercialização. Além disso, o seu mercado de produtos está em constante mudança e globalização, de modo que, a sua competência na obtenção e gestão de recursos escassos torna-se fundamental para a sua sobrevivência (Kim *et al.*, 2008).

A estrutura dos ativos, a performance e o crescimento equivalem a influências importantes no financiamento das PME (Cassar e Holmes, 2003), pelo que, a tangibilidade deve ser um determinante importante da performance da empresa, pois as empresas cujas atividades se baseiam em ativos tangíveis obtêm dívida mais facilmente. Pelo contrário, as empresas cujas atividades se fundam em ativos intangíveis associados a oportunidades futuras de crescimento têm maiores dificuldades em obter crédito (Serrasqueiro, 2011). No mesmo sentido vão os resultados do estudo de Bruns e Fletcher (2008) que sugerem que, a presença de ativos fixos tangíveis no balanço da empresa, tem um impacto significativo sobre o nível de estrutura

financeira, já que esses ativos fixos representam garantias importantes aos olhos dos credores, o que torna a empresa menos sensível a assimetrias de informação e, portanto, com acesso mais facilitado a empréstimos bancários (Colot *et al.*, 2010), o que se irá refletir na sua performance.

Segundo Serrasqueiro e Maças (2008), a relação negativa entre o nível de ativos tangíveis e a performance sugere que as PME portuguesas com níveis mais elevados de ativos intangíveis e, provavelmente, mais propensas à inovação, conseguem atingir uma melhor performance relativamente àquelas com maiores níveis de ativos tangíveis. Por outro lado, Fernandes *et al.* (2011) constaram que o envelhecimento do ativo não corrente apresenta uma relação positiva, ainda que estatisticamente não significativa, com o rácio do passivo não corrente sobre o ativo total líquido.

Em virtude da diminuição das assimetrias de informação, a teoria da agência prevê uma relação positiva entre tangibilidade dos ativos e a performance, deste modo, formulam-se a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 1 (H1): Existe uma relação positiva entre a performance e a tangibilidade dos ativos da empresa.

Dimensão

Colot *et al.* (2010) afirmam que, incorporar um critério de dimensão quando se discute a questão do financiamento das PME, deixa o campo aberto a uma grande heterogeneidade.

Para os investigadores das áreas de contabilidade e finanças, economia industrial e gestão estratégica, a dimensão é considerada uma variável elementar, no que respeita à performance da empresa (Serrasqueiro e Maças, 2008). Uma grande variedade de critérios quantitativos e qualitativos formam a tradição de pesquisa acerca da dimensão da empresa e das medidas presumivelmente relacionadas com esta (Alfonso, 2007). Importa por isso realçar os trabalhos da autoria de Jensen e Meckling (1976) e Myers (1977) que se acercaram da análise da circunstância da estrutura de capital das empresas ser, ou não, passível de aligeirar ou, pelo contrário, agravar as implicações do aumento da dimensão na performance.

Concomitantemente com a idade ou a esperança de vida, a dimensão da empresa tem sido um dos temas de maior preocupação para os académicos e administrações públicas, além de analistas, financiadores e gestores das empresas (Alfonso, 2007). Considerando a relevância das PME no contexto da economia portuguesa, a possível influência positiva da dimensão na

performance, pode contribuir para o crescimento sustentado da empresa, o que será economicamente vantajoso (Serrasqueiro e Maças, 2008).

Apontando aos valores operacionais, de inovação e investigação e desenvolvimento (I&D), pode-se considerar que a dimensão da empresa se revela fulcral, no sentido em que quanto maior esta for, maior será possibilidade de defrontarem eventuais mudanças de mercado e fazerem face a um crescente nível de risco, ou seja, permite às PME desenvolverem-se, permitindo a melhoria da performance, logo maior disponibilidade financeira para o investimento.

Existem várias razões teóricas pelas quais a dimensão se relaciona com a performance da empresa. De acordo com Cassar e Holmes (2003) e Beck e Demirgüçkunt (2006), às empresas mais pequenas é oferecido menos capital, ou, a oferta deste é feita a custos significativamente mais elevados que o das empresas maiores, o que além de desencorajar o uso de financiamento externo, diminui a performance financeira por via do aumento dos custos de financiamento. Em geral, as empresas concentram uma parte importante do seu crédito bancário no banco onde obtiver as melhores condições de crédito, sendo o tamanho desse benefício, porém, afetado pelo tamanho da empresa (Matias *et al.*, 2010).

As conclusões de vários estudos indicam que a relação entre a dimensão da empresa e a performance pode ser ou positiva ou negativa. De acordo com o modelo *trade-off*, a dimensão exerceria uma influência positiva sobre o nível de endividamento (Colot *et al.*, 2010). A dimensão também atenua os problemas de assimetria de informação existentes entre gestores/proprietários e os credores (Myers, 1984). No estudo efetuado por Serrasqueiro e Maças (2008), os autores concluíram que há uma associação positiva e uma relação estatisticamente significativa entre a dimensão e a performance das PME. Deste modo, propõe-se a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 2 (H2): *Existe uma relação positiva entre a performance e a dimensão da empresa.*

Idade

A variável idade da empresa é considerada por alguns autores, tais como Diamond (1989), como sendo uma *proxy* da reputação da empresa, tendo em conta o argumento de que a reputação pode construir um valioso ativo para a empresa. A idade é ainda um fator importante no estudo das decisões de financiamento das PME ao longo do seu ciclo de vida.

As empresas de mais idade detêm a oportunidade de acumular lucros retidos, ao contrário de empresas mais jovens, logo o primeiro tipo de empresas possui fundos disponíveis para financiar o seu crescimento (Gregory *et al.*, 2005). No mesmo sentido estão as conclusões do trabalho de Fernandes *et al.* (2011), que indicam que o envelhecimento do ativo não corrente apresenta uma relação positiva com o rácio de estrutura de capital da empresa, significando isto que empresas mais velhas tendem a apresentar uma maior prevalência de capitais permanentes na sua estrutura de financiamento.

A teoria do *pecking order* sugere que os fundos gerados internamente serão usados antes do recurso a fontes de capital externo (Hall *et al.*, 2000), o que fornece suporte para uma relação positiva entre a idade e a performance da empresa. No mesmo sentido, aponta um estudo de Kim *et al.* (2008), onde foram analisadas empresas que sobreviveram ao longo de um período de 8 a 10 anos, tendo sido constatado que o longo prazo constitui um critério importante para a performance e sucesso das PME. Assim, formula-se a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 3 (H3): *Existe uma relação positiva entre a performance e a idade da empresa.*

Nível de Risco

Um maior nível de risco traduz-se na maior dificuldade de obtenção de crédito, já que as entidades credoras, antecipando os custos de insolvência financeira, impõem condições contratuais mais restritivas e menos favoráveis no acesso a financiamento pelas PME. Consequentemente, um custo do capital mais elevado afeta negativamente o nível de performance da empresa (Serrasqueiro e Maçãs, 2008).

Uma das variáveis das empresas passa pelo risco operacional. Isto significa que, quanto mais voláteis se verificarem os lucros correntes, maior é a possibilidade da empresa incorrer em incumprimento e ser exposta a custos de financiamento mais elevados. Consequentemente, as empresas com risco elevado apresentarão propensão para menor performance do que outras empresas com ganhos mais estáveis (Cassar e Holmes, 2003). Serrasqueiro e Maçãs (2008) concluíram ser estatisticamente insignificante a relação entre risco e performance, não conseguindo confirmar que maior risco significaria diminuição de performance.

O risco do negócio é interpretado unanimemente por todas as teorias como sendo uma variável que contribui negativamente para a estrutura de capital das empresas, logo para a sua performance.

No mesmo sentido Colot *et al.* (2010) no seu estudo concluíram que a maioria das empresas tem uma alta volatilidade das suas receitas operacionais, o que tem como consequência imediata que os potenciais credores exijam um incremento significativo da taxa de juro, diminuindo assim a sua performance. Portanto, o risco operacional exerce um impacto negativo sobre a performance das empresas. Neste sentido, formula-se a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 4 (H4): *Existe uma relação negativa entre a performance e o nível de risco da empresa.*

Crescimento

Segundo Myers (1984), os custos de falência e de agência são mais elevados nas empresas com grandes expectativas de oportunidade de crescimento. A teoria dos custos de agência considera assim que as empresas em crescimento necessitam maior recurso a endividamento para os seus investimentos e, por isso, têm custos de agência também maiores. O modelo do *pecking order* propõe uma outra visão: empresas com fortes oportunidades de crescimento vão transformar-se, conferindo prioridade a uma dívida de fonte de financiamento interno, menos sujeito à presença de assimetrias (Colot *et al.*, 2010). Ainda com base em argumentos do *pecking order*, as empresas que tenham uma taxa de crescimento elevada têm uma grande procura dos recursos gerados internamente (Cassar e Holmes, 2003), os quais poderão ser insuficientes, levando a empresa que recorrer a financiamento externo.

O princípio de que existe uma relação entre a capacidade das empresas gerarem lucros e o seu crescimento, foi evidenciado por Baskin (1989). Considerando que as PME procuram uma escala mínima de eficiência, pode-se esperar que até esta ser atingida, o seu crescimento seja acompanhado de aumentos na rendibilidade. Nesse sentido Cowling (2004) concluiu que o crescimento tem um impacto positivo na rendibilidade das empresas, pelo que se formula a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 5 (H5): *Existe uma relação positiva entre a performance e o crescimento da empresa.*

Financiamento Alheio

Entendem-se por financiamento alheio, ou capital alheio, os fundos adquiridos pela empresa através de empréstimos ou créditos, que serão reembolsados com taxas de juro adicionais, o que muitas vezes representa uma estratégia complementar ao financiamento com capital próprio, por exemplo de financiamento de projetos de investimento, que de outra forma não seriam exequíveis por falta de recursos financeiros internos. Assim, a performance e o nível de atividade de uma empresa depende da gestão financeira por ela determinada, tendo em conta os seus recursos financeiros, obtidos através de capitais próprios e/ou capitais alheios.

O capital pode ser efetivado, recorrendo a formas de financiamento de curto prazo, ou de médio e longo prazo. A opção por uma ou outra forma de financiamento depende do custo do mesmo e da regra do equilíbrio financeiro mínimo (Barros, 1995).

Lin e Sun (2006) concluíram que os credores contribuem extensivamente no apoio às PME, na fase de arranque e crescimento em países com economias em desenvolvimento. Em Portugal, e segundo dados do INE (2011) Quanto à estrutura do endividamento, os passivos de curto prazo representavam mais de metade do passivo total. Ainda segundo o INE (2011) Em Portugal, relativamente à estrutura financeira, no ano 2009, os capitais alheios constituíam 72% dos fundos utilizados para financiamento das atividades das PME, denotando-se um elevado grau de dependência destas empresas face ao financiamento alheio.

As empresas que não efetuam o pagamento a pronto das suas aquisições estão, efetivamente, a contrair um empréstimo junto dos seus fornecedores (Brealey e Myers, 1998). Para estes autores, a segunda fonte mais importante de financiamento de uma empresa, é o endividamento. Por outro lado, Altman e Sabato (2005) afirmam que o endividamento, especialmente de bancos comerciais, continuam a ser a mais importante fonte de financiamento externo das PME. Existem porém, diversos tipos e fontes de capital alheio no mercado, que se distinguem entre si, pela complexidade, flexibilidade e disponibilidade oferecida às empresas, dependendo das características individuais e das políticas de desenvolvimento e performance de cada uma.

Segundo Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), tendo em conta a teoria do *pecking order*, as empresas dão prioridade ao seu financiamento através de três eixos opcionais, os lucros retidos, o endividamento, e, finalmente, a emissão de ações. Estes autores defendem uma relação negativa entre performance e o nível de endividamento, pois quanto mais rentável for a empresa, maior será a sua capacidade de autofinanciamento e menor será a necessidade de recorrer a capital alheio.

A relação entre o endividamento e a performance das empresas pode também ser analisada à luz da teoria da agência. A relação negativa entre a dívida e a performance mostra a maior relevância de problemas de agência entre proprietários e credores. O maior nível de risco e menor nível de segurança associado a pequenas empresas implica um maior esforço para pagar a dívida e pode contribuir para uma fraca performance (Serrasqueiro e Maças, 2008). Como tal, verifica-se que as dificuldades das PME no acesso a financiamento externo advêm por um lado, das suas fragilidades financeiras e por outro, da opacidade legal da informação que transmitem aos financiadores (Matias, 2009).

O facto de problemas de informação assimétrica tenderem a ser muito mais graves nas PME do que nas grandes empresas, faz com que as formas através das quais o capital da dívida é contratado difiram significativamente. Por isso mesmo, o financiamento das PME, envolve, muitas vezes, uma relação de longo prazo que pode mitigar esses problemas de informação (Kim e Lee, 2011). Por outro lado, uma maior concentração de crédito no banco que concede empréstimos, geralmente apresenta um impacto positivo nas condições desse mesmo crédito, sob a forma de menores taxas de juros (Matias *et al.*, 2010).

As PME que apresentam maior risco, estão sujeitas à aplicação de taxas de juro mais elevadas relativamente às grandes empresas, uma vez que, quanto mais elevado for o risco, menor será a performance da empresa. Fernandes *et al.* (2011) constataram que existe uma relação positiva entre as aplicações e as origens de médio e longo prazo, o que os levou a concluir que o crescimento da empresa a médio e longo prazo é financiado por intermédio de origens de fundos com a mesma maturidade, verificando-se, desta forma, que as empresas seguem a regra do equilíbrio financeiro mínimo.

Uma alta percentagem de financiamento externo, reflete o potencial de se associar a uma menor performance, uma vez que a capacidade de ter acesso a capital externo depende geralmente do custo desse capital (Cressy e Olofsson, 1997). Ou seja, constata-se que a par do crescimento do endividamento das empresas, segue a responsabilidade desta relativamente à dívida gerada e ao risco financeiro a ela associada. Daí se referir correlação negativa entre o endividamento e a performance das empresas. Com base na teoria do *pecking order*, da agência e ainda de acordo com o que foi dito, formula-se a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 6 (H6): *O nível de financiamento alheio relaciona-se negativamente com a performance da empresa.*

O empréstimo a curto prazo caracteriza-se como créditos concedidos às PME, por um prazo inferior a 12 meses, podendo-se destinar ao equilíbrio de contas da tesouraria da empresa,

aquisição de *stocks* ou financiamento de clientes. Mediante a observação de estudos realizados às PME, assistiu-se ao crescimento do endividamento destas empresas, no que respeita principalmente aos empréstimos obtidos a curto prazo. Ora, esta situação vai implicar um decréscimo na disponibilidade das mesmas, assim como, à perda de oportunidades importantes de negócio ou investimento, inibindo a sua potencialidade de crescimento nos mercados, uma vez que a necessidade de liquidação das dívidas aumenta, diminuindo a liquidez. Assim, propõe-se a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 6a (H6a): O nível de financiamento alheio de curto prazo relaciona-se negativamente com a performance da empresa.

A relação positiva entre o rácio do passivo não corrente sobre o ativo total líquido e as aplicações de médio e longo prazo confirmaram que as microempresas do estudo de Fernandes *et al.* (2011) seguem a teoria do *pecking order*, assim como, financiam as suas aplicações de médio e longo prazo com origens de capital alheio, também elas, de médio e longo prazo. Nesse estudo a variável dependente que relaciona os capitais permanentes com o ativo total líquido apresentou uma relação positiva com as aplicações de médio e longo prazo, pelo que se formula a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 6b (H6b): O nível de financiamento alheio de médio e longo prazo relaciona-se positivamente com a performance da empresa.

Financiamento Próprio

O financiamento próprio ou capital próprio, são recursos financeiros gerados internamente com caráter permanente, resultantes do capital social, que representa os recursos financeiros subscritos pelos sócios/acionistas e, os resultados gerados e retidos na empresa, com o objetivo de aumentar o capital próprio da mesma. O capital próprio e o capital social, podem dissociar-se, sendo que o capital próprio demonstra o nível de performance.

Os recursos gerados internamente na empresa são, segundo Brealey e Myers (1998), a principal fonte de financiamento e tendem a possuir uma natureza estável, sendo oriundos quer da atividade da própria empresa, através do autofinanciamento, quer ainda, pela entrada de acionistas/sócios (Soares *et al.*, 2007), pelo que a fonte mais importante de financiamento reside nos capitais destes últimos, obtidos através de emissões de ações ou de

lucros retidos. O recurso básico de qualquer empresa coincide com a corrente de fluxos de tesouraria produzida pelos seus ativos, por isso, quando uma empresa é inteiramente financiada por capitais próprios, todos esses fluxos de tesouraria pertencem aos acionistas (Brealey e Myers, 1998).

Cull *et al.* (2006) e Burkowski *et al.* (2009) argumentam que as empresas que sofrem restrições financeiras não conseguem obter recursos externos suficientes para financiar a sua atividade. Assim, o nível de financiamento e performance são determinados pelo montante de capital próprio e pela geração de recursos internos. Tendo em conta tudo o que já foi dito e, ainda de acordo com a teoria do *pecking order*, esperando-se que as PME com maior nível de capital próprio sejam mais rentáveis, pelo que se formulam as seguintes hipóteses de investigação:

Hipótese 7 (H7): *Existe uma relação positiva entre a performance e o Capital Próprio.*

Hipótese 7a (H7a): *Existe uma relação positiva entre a performance e o Capital Social.*

Hipótese 7b (b): *Existe uma relação positiva entre a performance e os outros Capitais Próprios.*

3.1.3 Variáveis de Investigação

No intuito de estudar a relação entre o financiamento e a performance das PME do distrito de Castelo Branco, e, conforme revisão da literatura, foram definidas as seguintes variáveis de investigação: Como variável dependente considerou-se a performance operacional. Como variáveis independentes consideraram-se: 1) estrutura do ativo; 2) dimensão; 3) idade; 4) nível de risco; 5) crescimento; 6) financiamento alheio e 7) financiamento próprio.

Segundo Gitman (1997), por conveniência, os rácios financeiros podem ser subdivididos em quatro grupos: rácios de liquidez, de atividade, de endividamento e de lucratividade. Focando a hipótese da performance, da qual a estrutura de capital poderá fornecer bons indicadores, selecionaram-se maioritariamente rácios de estrutura de Capital e, conseqüentemente, de endividamento para se testar as hipóteses anteriormente formuladas.

Para efeitos de escolha das fórmulas de cálculo usadas neste estudo, teve-se em consideração alguns estudos sobre a estrutura de capital e o financiamento das PME, nomeadamente: Wijst (1989), Hall e Hutchinson (1993), Michaelas *et al.* (1999), Gama (2000), Hall *et al.* (2000), Cassar e Holmes (2003), Serrasqueiro e Maças (2008), Silva e Valle (2008), Fernandes *et al.* (2011) e Nunes e Serrasqueiro (2012).

Na Tabela 1 estão apresentadas as diferentes variáveis, assim como as respetivas medidas utilizadas no presente estudo. As variáveis Risco, Dimensão e Idade, foram estudadas com o logaritmo (Log de base 10), tendo ainda sido aplicado o deflador de correção monetária o que permitiu ajustar monetariamente todos os valores ao último ano do período em análise, ou seja ao ano de 2009.

Tabela 1 - Variáveis e Medidas

Variável	Descrição	Medidas
Variável Dependente		
Perf	Performance	Rácio entre Resultados Operacionais e Ativo Total
Variáveis Independentes		
Tang	Estrutura do Ativo	Rácio entre Ativos Fixos Tangíveis e Ativo Total
Dimens	Dimensão	Logaritmo do Ativo Total a Preços Constantes
Idade	Idade	Logaritmo do Numero de Anos da Empresa
Risco	Nível de Risco	Logaritmo do Valor Absoluto da Variação Percentual dos Resultados Operacionais
Cresc	crescimento	Variação do Ativo Total a Preços Constantes
<i>Financiamento alheio</i>		
CapAlheio	Capital Alheio	Rácio entre Capital Alheio e Ativo Total
CapAlheiocp	Capital Alheio CP	Rácio entre Capital Alheio CP e Ativo Total
CapAlheiomlp	Capital Alheio MLP	Rácio entre Capital Alheio MLP e Ativo Total
<i>Financiamento Próprio</i>		
CapPróprio	Capital Próprio	Rácio entre Capital Próprio e o Ativo Total
CapSocial	Capital Social	Rácio entre Capital Social e o Ativo Total
OutCapPróprios	Outros Capitais Próprios	Rácio entre os Outros Capitais Próprios e o Ativo Total

Fonte: Elaboração própria

3.1.4 Metodologia

3.1.4.1 Amostra e Dados de Investigação

A amostra do presente estudo é constituída pelas PME do distrito de Castelo Branco, constituídas sob a forma jurídica de sociedade regular, inseridas na Classificação Portuguesa das Atividades Económicas (CAE), nas secções A a S da CAE Ver. 3.

Para efeitos de recolhas de dados, foram utilizados dados secundários de informação, tendo sido utilizada a base de dados *SABI* (Sistema de Balanços Ibéricos-*System Analysis of Iberian Balance Sheets*) fornecida pelo *Bureau van Dijk's*, para o período de 2005 a 2009. As PME foram selecionadas com base na recomendação da União Europeia L124/36 (2003/361/CE), conforme já referido.

De acordo com os critérios atrás citados, inicialmente a amostra da base de dados era constituída por 2.458 PME do distrito de Castelo Branco. Após um processo de triagem e testes de consistência de dados, efetuado em folha de cálculo Excel, que envolveu a exclusão de *outliers*, nomeadamente de PME que não fossem sociedades por quotas ou sociedades anónimas, assim como de PME que apresentassem falta de elementos contabilísticos em algum dos anos em análise, passando pela incongruência ou erros detetados nos dados da SABI, foram seleccionadas 902 PME do distrito de Castelo Branco, sendo a amostra final, o que perfaz um total de 4.510 observações.

3.1.4.2 Técnicas Estatísticas Utilizadas

O modelo de regressão linear múltipla (MRLM) é uma técnica estatística, descritiva e inferencial, que permite a análise da relação entre uma variável dependente (Y) e um conjunto de variáveis independentes (X). O MRLM pressupõe que as variáveis sejam de níveis de intervalo ou rácio e que a relação entre elas seja linear e aditiva (Pestana e Gageiro, 2008).

A técnica estatística utilizada foi a regressão linear múltipla, sendo esta uma metodologia estatística de previsão de valores de uma ou mais variáveis de resposta (Dependentes), através de um conjunto de variáveis explicativas (Independentes). Esta metodologia pode ser utilizada também para a avaliação dos efeitos das variáveis explicativas como previsoras das variáveis de resposta (Kasznar e Gonçalves, 2011).

A regressão linear é uma técnica empírica amplamente utilizada em diversos trabalhos académicos e estudos empresariais na área da economia e finanças, sobretudo para determinar tendências em dados económicos. Esta técnica estatística é usada para prever ou explicar o efeito causal que tem uma variável tem sobre a outra (Sykes, 1993). A sua aplicação é especialmente importante, uma vez que, permite estimar o valor de uma variável com base num conjunto de outras variáveis. Quanto mais significativo for o peso de uma variável isolada, ou de um conjunto de variáveis explicativas, tanto mais se poderá afirmar que alguns fatores afetam o comportamento de uma variável de resposta especificamente procurada (Kasznar e Gonçalves, 2011).

Neste trabalho usa-se a regressão linear múltipla para estudar a relação funcional entre uma variável Y, dependente ou variável explicada (aleatória) e k variáveis independentes ou explicativas, medidas sem erro - não aleatórias ($X_j; j = 1, \dots, k$).

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_{1,i,t} + \dots + \beta_k X_{k,i,t} + \mu_{i,t} \quad i = 1, \dots, n$$

Neste modelo, β_j são os chamados coeficientes de regressão e $\mu_{i,t}$ representa os erros ou resíduos do modelo; $i = 1, 2, \dots, n$ observações; $t = 1, \dots, 5$ anos.

A primeira tarefa é estimar os coeficientes do modelo de regressão a partir de uma amostra representativa da população. Assim, a partir dos dados disponíveis estimam-se os parâmetros desconhecidos $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_k$.

A aplicação da regressão linear múltipla só pode ser realizada se um conjunto de pressupostos respeitantes ao modelo forem válidos, nomeadamente:

- $\varepsilon_j \sim N(0, \sigma^2)$ - Os erros possuem distribuição normal de média nula e variância constante (homocedasticidade);
- $Cov(\varepsilon_k, \varepsilon_l) = 0 (k \neq l; k, l = 1, \dots, n)$ - Os erros são independentes (não existe autocorrelação);
- As variáveis explicativas X_1, X_2, \dots, X_k são não correlacionadas - hipótese de ausência de multicolinearidade entre as variáveis explicativas;

O estudo da normalidade foi feito recorrendo aos testes de ajustamento Kolmogorov-Smirnov e ao teste da normalidade de Lilliefors, foram também utilizados os gráficos de probabilidade normal (Q-Q Plot).

A independência dos resíduos foi avaliada através do teste de Durbin-Watson. Este teste mede a correlação entre cada termo de erro observado e o termo de erro num determinado espaço de tempo. Se houver independência, a magnitude de um resíduo não influencia a magnitude do resíduo seguinte.

A multicolinearidade foi diagnosticada recorrendo ao cálculo das Correlações de Pearson entre as variáveis explicativas e ao VIF - fator de inflação da variância (do anglo-saxónico *Variance Inflation Factor*).

Segundo Maroco (2011), $|R| > 0,75$ conduz geralmente a problemas de multicolinearidade. Ainda segundo o mesmo autor, de um modo geral, valores de VIF superiores a 5, ou a 10 segundo Montgomery e Peck (1982), indicam problemas com a estimação de β_i devido à presença de multicolinearidade nas variáveis independentes.

O coeficiente de correlação de Pearson varia entre -1 e 1 ($-1 \leq R \leq 1$). Se $R > 0$ (positivo) indica que as duas variáveis tendem a variar no mesmo sentido, isto é, em média um aumento na variável X provocará um aumento na variável Y, se $R < 0$ (negativo) indica que as duas variáveis tendem a variar em sentido inverso, ou seja, em média um aumento na variável X

provocará uma diminuição na variável Y. Quanto mais perto de um, maior é a variação de uma variável, que é explicada em média, pela outra.

Para caracterizar melhor a variável dependente e dar consistência ao modelo apresentado, utilizou-se “*à posteriori*” o teste t-Student.

O *software* estatístico utilizado para a análise de dados foi o *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS) versão 20.

4 Resultados

Como método passível de expressar e refletir acerca de estudos comparativos, a análise de dados ou rácios contabilísticos, económicos ou financeiros é essencial para a compreensão dos estudos realizados na área da investigação. Estes estudos comparativos auxiliam a determinar as variações dos valores em análise por forma a dar resposta às hipóteses delineadas na investigação, bem como à eficácia das metodologias aplicadas.

Para a classificação das empresas de acordo com o setor de atividade, foi tido em conta o preconizado pelo Decreto-lei nº 381/2007. Assim, a amostra foi dividida em três setores de atividade: Setor primário onde se enquadram as PME com um CAE de 01111 a 03220, Setor secundário onde se enquadram as PME com um CAE de 05100 a 43992 e o setor terciário onde se enquadram as PME com um CAE de 45110 a 96093,

Desta forma, e relativamente aos setores de atividade em que as PME objeto de estudo se enquadram, foi possível apurar os dados constantes na Tabela 2.

Tabela 2 - Peso e distribuição de resultados e por setores

	Setores			Total
	Primário	Secundário	Terciário	
Nº de Empresas	53	275	574	902
Peso	5,9%	30,5%	63,6%	100%
Resultados Operacionais Positivos	5,7%	31,7%	62,6%	100%
Resultados Líquidos Positivos	5,9%	31,3%	62,8%	100%
Resultados Operacionais Negativos	-6,5%	-26,0%	-67,5%	100%
Resultados Líquidos Negativos	-5,7%	-26,6%	-67,7%	100%

Fonte: Elaboração própria

Os resultados da Tabela 2 indicam a distribuição das empresas da amostra segundo o sector de atividade. Constata-se que as empresas do setor primário representam 5,9%, sendo o setor terciário que maior número de observações devolveu (63,6%). De salientar que, a variação dos resultados comparativamente ao peso de cada setor, não regista diferenças. Também não se verificam diferenças entre os resultados operacionais e os resultados líquidos dentro de cada setor, ou seja, não se verificaram alterações dignas de nota após incremento dos resultados extraordinários e financeiros aos resultados operacionais.

4.1 Estatísticas Descritivas

Na tabela seguinte apresentam-se as estatísticas descritivas da variável performance, variável dependente, e das variáveis independentes, estrutura do ativo, dimensão, idade, nível de risco, crescimento e capitais, no período de 2005 a 2009.

Tabela 3 - Estatísticas Descritivas

Variáveis	Observações	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
<i>Variável Dependente</i>					
Perf	4510	-1,1268	,6705	,042766	,1027121
<i>Variáveis Independentes</i>					
Tang	4510	,0000	,9824	,273065	,2191888
Dimens	4510	4,0656	7,3661	5,786085	,4946053
Idade	4510	,0000	1,8976	1,042062	,3249230
Risco	4510	-3,7323	2,8283	-,215831	,6722884
Cresc	4510	-,9464	5,5361	,107555	,3764431
<i>Financiamento alheio</i>					
CapAlheio	4510	,0167	2,7968	,649952	,2669283
CapAlheioCP	4510	,0000	2,7968	,539239	,2796671
CapAlheioMLP	4510	,0000	1,1592	,110712	,1832540
<i>Financiamento Próprio</i>					
CapPróprio	4510	-1,7968	,9833	,350048	,2669283
CapSocial	4510	,0003	3,1341	,106855	,1527087
OutCapPróprios	4510	-2,9621	,9556	,243194	,2864393

Fonte: Elaboração própria

Nota: A designação completa das variáveis pode ser observada na Tabela 1, página 29.

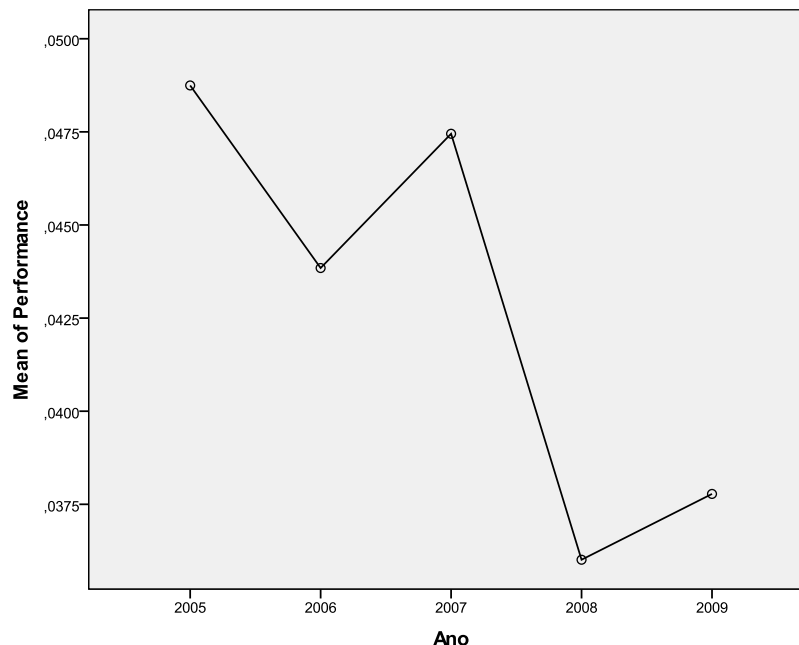
O valor elevado do desvio padrão (superior à média) da variável performance traduz-se na existência de uma grande volatilidade desta variável. O mesmo acontece com as variáveis explicativas risco, crescimento, capital alheio de medio e longo prazo, capital social e outros capitais próprios. A variável que quantifica o nível de risco, apresenta grandes variações, à semelhança dos resultados obtidos por Serrasqueiro e Maçãs (2008) num estudo aplicado às PME's Portuguesas.

As restantes variáveis explicativas apresentam um desvio padrão inferior à sua média sendo, por isso, pouco voláteis.

A performance média das empresas da amostra, medida pelo rácio entre os resultados operacionais e o ativo total, é em média de 4,28%, conforme Figura 1, sendo bastante variável, apresentando tendência decrescente ao longo do período a que se refere o estudo. A

idade média das empresas presentes no estudo é de 11 anos. No trabalho de Vieira e Novo (2010) a amostra analisada apresentou uma performance média de 5%, muito semelhante ao resultado ora obtido, mas neste caso, aplicado a PME's com idade média de 24 anos.

Figura 1- Média da performance



Fonte: Output do SPSS

A variável risco, apresenta uma média negativa de 21,58%, que se justifica pela diminuição dos resultados operacionais das PME da amostra no período temporal compreendido entre 2005 e 2009. Tal facto poderá estar relacionado com a crise do *subprime* que deu origem à crise financeira de 2008. Ainda assim, durante este mesmo período o rácio do ativo total teve um crescimento médio de 10,76% e o rácio dos ativos fixos tangíveis sofreu um incremento médio de 27,30%, o que pode indiciar alguma resiliência por parte das PME do distrito de Castelo Branco, objeto de estudo.

Para o período em análise, o capital alheio apresenta um valor médio de 65%, valor próximo do apresentado noutros estudos aplicados às PME Portuguesas, nomeadamente do IAPMEI (1996) tendo apresentado, no ano de 1993, um rácio na ordem dos 68%, por outro lado, o estudo de Vieira e Novo (2010) obteve um rácio de 61,35%, que, também está em linha com o ora obtido.

A estrutura de endividamento é maioritariamente de curto prazo, representando 53,93% do capital alheio total, contra os 11,07% do médio e longo prazo. O endividamento baseia-se sobretudo no curto prazo, coincidindo com muitos outros estudos empíricos, como por exemplo os apresentados pelo IAPMEI (1996), Hall *et al.* (2004), Bartholdy e Mateus (2005), Vieira e Novo (2010) e Fernandes *et al.* (2011).

As empresas presentes neste estudo apresentam uma autonomia financeira medida pelo rácio médio entre capital próprio e ativo total, de 35%, o qual está em linha com o apresentado no trabalho de Berger e Udell (2006) e Fernandes *et al.* (2011). Todavia, este valor é superior ao apresentado pelo INE² para os anos de 2008 e 2009, aplicável às empresas portuguesas, que apresentou um grau de autonomia financeira de 28%. Verificou-se ainda que o capital social tem um rácio de 10,69%, enquanto os outros capitais próprios representam um rácio de 24,32%. Os resultados retidos representam aproximadamente 69,45% dos capitais próprios, sugerindo fortes indícios que as empresas do distrito de Castelo Branco seguem a teoria do *pecking order*, financiando a sua atividade com resultados retidos.

4.2 Matriz de Correlações

Na matriz de correlações que se segue, são apresentados os coeficientes de correlação entre a variável dependente (performance) e as variáveis independentes do estudo.

² In

http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes&PUBLICACOESpub_boui=116399684&PUBLICACOESmodo=2, consultado em 08/12/2012.

Tabela 4 - Matriz de Correlação de Pearson das variáveis

Variáveis	Perf	Tang	Dimens	Idade	Risco	Cresc	CapAlheio	CapAlheioCP	CapAlheio MLP	CapPróprio	CapSocial	OutCap Próprios
Perf	1,000											
Tang	-,068***	1,000										
Dimens	-,072***	,049***	1,000									
Idade	-,092***	-,037**	,332***	1,000								
Risco	-,148***	,047***	-,077***	-,044***	1,000							
Cresc	,135***	,029**	,039**	-,205***	,043	1,000						
CapAlheio	-,349***	,078***	,023*	-,214***	,121***	,071***	1,000					
CapAlheioCP	-,276***	-,061***	-,118***	-,202***	,118***	,033**	,770***	1,000				
CapAlheioMLP	-,091***	,205***	,211***	-,007	-,002	,053***	,292***	-,385***	1,000			
CapPróprio	,349***	-,078***	-,023*	,214***	-,121***	-,071***	-1,000***	-,770***	-,292***	1,000		
CapSocial	-,141***	,105***	-,072***	,051***	,030	-,098***	-,158***	-,114***	-,058***	,158***	1,000	
OutCapPróprios	,401***	-,129***	,017	,172***	-,129***	-,013	-,846***	-,656***	-,240***	,846***	-,393***	1,000

Fonte: Elaboração própria ***- Estatisticamente significativo para o nível de significância de 1%; **- Estatisticamente significativo para o nível de significância de 5% *-Estatisticamente significativo para o nível de significância de 10%. Nota: A designação completa das variáveis pode ser observada na Tabela 1, pagina 29.

Observando a matriz de correlações, constata-se que a performance e as variáveis explicativas apresentam correlações estatisticamente significativas para um nível de significância de 1%. No entanto, a associação linear entre as variáveis independentes e o nível da performance é, segundo Pestana e Gageiro (2008), muito fraca ou fraca. A associação, mais elevada, encontrada, foi entre a variável dependente e os outros capitais próprios ($r=0,401$; $p<0,01$).

No que diz respeito a possíveis problemas de multicolinearidade nas variáveis explicativas, os valores de correlação indicam na maior parte dos casos associação é fraca mas, em cinco casos há associações superiores a 50%: correlação de capital alheio com capital alheio de curto prazo ($r=0,770$; $p <0,01$) e com os outros capitais próprios ($r=0,846$; $p<0,01$), relação entre capital alheio curto prazo e capital próprio ($r=0,770$; $p<0,01$) e outros capitais próprios ($r=0,656$; $p<0,01$), por último a correlação entre capital próprio e outros capitais próprios ($r=0,846$; $p<0,01$).

Na matriz de correlações identifica-se uma correlação perfeita negativa entre as variáveis independentes capital alheio e capital próprio, resultado provavelmente justificado pelo facto de, a soma das duas variáveis ser igual ao ativo total, o qual é, por sua vez, o denominador do rácio de cada uma dessas variáveis, conforme descrito na Tabela 1 da página 29.

4.3 Modelos de Regressão Linear Múltipla (MRLM)

Os modelos encontrados neste estudo permitem descrever a relação entre a performance e as variáveis independentes, percebendo qual o impacto das mesmas no desenvolvimento das empresas. Dada a existência de multicolinearidade e, no sentido de a evitar, criaram-se seis modelos de regressão, um para cada variável relacionada com o capital.

No presente estudo, estudaram-se os seis modelos de regressão linear múltipla (MRLM) que a seguir se apresentam:

$$I) Perf_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Tang_{i,t} + \beta_2 Dimens_{i,t} + \beta_3 Idade_{i,t} + \beta_4 Risco_{i,t} + \beta_5 Cresc_{i,t} + \beta_6 CapitalAlheio_i + \mu_{i,t}$$

$$II) Perf_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Tang_{i,t} + \beta_2 Dimens_{i,t} + \beta_3 Idade_{i,t} + \beta_4 Risco_{i,t} + \beta_5 Cresc_{i,t} + \beta_6 CapitalAlheioCP_{i,t} + \mu_{i,t}$$

$$III) Perf_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Tang_{i,t} + \beta_2 Dimens_{i,t} + \beta_3 Idade_{i,t} + \beta_4 Risco_{i,t} + \beta_5 Cresc_{i,t} + \beta_6 CapitalAlheioMLP_{i,t} + \mu_{i,t}$$

$$IV) Perf_{i,t} = \beta_0 + \beta_1Tang_{i,t} + \beta_2Dimens_{i,t} + \beta_3Idade_{i,t} + \beta_4Risco_{i,t} + \beta_5Cresc_{i,t} + \beta_6CapitalPróprio_{i,t} + \mu_{i,t}$$

$$V) Perf_{i,t} = \beta_0 + \beta_1Tang_{i,t} + \beta_2Dimens_{i,t} + \beta_3Idade_{i,t} + \beta_4Risco_{i,t} + \beta_5Cresc_{i,t} + \beta_6CapitalSocial_{i,t} + \mu_{i,t}$$

$$VI) Perf_{i,t} = \beta_0 + \beta_1Tang_{i,t} + \beta_2Dimens_{i,t} + \beta_3Idade_{i,t} + \beta_4Risco_{i,t} + \beta_5Cresc_{i,t} + \beta_6OutCapitaisPróprios_{i,t} + \mu_{i,t}$$

Onde: *Perf* - variável dependente ou explicada que representa o rácio da performance observada no período de 2005 a 2009.

Na Tabela 5 encontra-se um resumo dos modelos de regressão.

Tabela 5 - Resultados da estimação dos seis modelos de regressão linear múltipla.

	Regressões					
	I	II	III	IV	V	VI
Constante	,212***	,238***	,124***	,073***	,159***	,103***
Tang	-,019***	-,039***	-,022***	-,019***	-,023***	-,007
Dimens	-,006*	-,017***	-,011***	-,006*	-,017*	-,010***
Idade	-,046***	-,035***	-,018***	-,046***	-,014**	-,042**
Risco	-,017***	-,019***	-,024***	-,017***	-,023***	-,017***
Cresc	,038***	,036***	,037***	,038***	,034***	,033***
CapitalAlheio	-,140***					
CapitalAlheioCP		-,110***				
CapitalAlheioMLP			-,043***			
CapitalPróprio				,140***		
CapitalSocial					-,079***	
OutCapPróprios						,143***
Coef. Correlação R	,428	,265	,248	,428	,265	,461
Coef. Determinação R ²	,183	,070	,061	,183	,070	,213
Erro Padrão	,092	,098	,098	,092	,098	,090
Estatística de Durbin-Watson	1,293	1,290	1,294	1,293	1,296	1,315
Teste ANOVA - Sig	,000	,000	,000	,000	,000	,000
Observações (n)	902	902	902	902	902	902

Fonte: Elaboração própria ***- Estatisticamente significativo para o nível de significância de 1%; **- Estatisticamente significativo para o nível de significância de 5%; *- Estatisticamente significativo para o nível de significância de 10%.
Nota: A designação completa das variáveis pode ser observada na Tabela 1, página 29.

Da análise da tabela anterior, conclui-se que todos os modelos apresentados são significativos, já que $p < 0,001$, ou seja, considerando um nível de significância de 5%, pode afirmar-se que existe uma relação linear entre a variável performance e as variáveis independentes.

A dimensão do efeito das variáveis independentes sobre a variável dependente é dada pelo coeficiente de determinação R^2 valor que oscila entre 0,061 (regressão III) e 0,213 (regressão VI) o que permite afirmar que a variabilidade total da performance é explicada pelas variáveis independentes presentes nos modelos em 6,1% a 21,3%.

No que diz respeito à verificação dos pressupostos, relativamente à independência dos resíduos testada com o teste de Durbin-Watson, obtiveram-se valores próximos de 1,3. Estes valores obtêm-se, segundo Pestana e Gageiro (2008), essencialmente quando as observações se distribuem ao longo do tempo. Recorrendo aos gráficos de probabilidade normal (Q-Q Plot), aos testes de ajustamento Kolmogorov-Smirnov e ao teste da Normalidade de Lilliefors concluiu-se que os erros possuem distribuição aproximadamente normal.

Da análise dos resultados obtidos e considerando um nível de significância de 5%, salientam-se alguns aspetos:

- O coeficiente da variável tangibilidade, à exceção do modelo VI, é significativamente diferente de zero, sendo negativo em todos os modelos. Assim, a tangibilidade influencia negativamente a performance.
- Os coeficientes das variáveis dimensão, idade, risco, capital alheio, capital alheio de curto e médio e longo prazo e capital social, são significativamente diferentes de zero, sendo em todos os modelos negativos. Assim, as variáveis dimensão, idade, risco, capital alheio e capital social influenciam negativamente a performance.
- Os coeficientes das variáveis crescimento, capital próprio e outros capitais próprios, são significativamente diferentes de zero sendo em todos os modelos positivos. Assim, as variáveis crescimento, capital próprio e outros capitais próprios influenciam positivamente a performance.

Em face destes resultados, proceder-se-á a uma análise de cada uma das variáveis independentes face à performance empresarial. Além desses resultados serão apresentadas algumas conclusões complementares, decorrentes de um teste paramétrico efetuado no ponto seguinte.

4.4 Outras Considerações acerca da Performance

Recorrendo à variável performance criou-se uma nova variável com duas categorias: performance negativa e positiva. Com o teste t-Student para duas amostras independentes, testou-se a diferença de médias nas duas classes da nova variável. As variáveis em estudo, à semelhança do que tem vindo a ser feito neste estudo, são as seguintes: estrutura do ativo, dimensão, idade, nível de risco, crescimento, capital alheio, capital alheio CP, capital alheio MLP, capital próprio, capital social e outros capitais próprios.

Tabela 6 - Teste t-Student para duas amostras independentes

	Performance	N	Média	Diferença das médias	Sig. (2-tailed)
Tang	Negativa	965	,310870	,0480957	,000
	Positiva	3545	,262774		
Dimens	Negativa	965	5,780321	-,0073340	,683
	Positiva	3545	5,787655		
Idade	Negativa	965	1,069645	,0350911	,006
	Positiva	3545	1,034554		
Risco	Negativa	792	,082628	,3824009	,000
	Positiva	2816	-,299772		
Cresc	Negativa	792	,034954	-,0930210	,000
	Positiva	2816	,127975		
CapitalAlheio	Negativa	965	,742884	,1182304	,000
	Positiva	3545	,624654		
CapitalAlheioCP	Negativa	965	,615190	,0966252	,000
	Positiva	3545	,518564		
CapitalAlheioMLP	Negativa	965	,127695	,0216052	,003
	Positiva	3545	,106090		
CapitalPróprio	Negativa	965	,257116	-,1182306	,000
	Positiva	3545	,375346		
CapitalSocial	Negativa	965	,139389	,0413912	,000
	Positiva	3545	,097998		
OutrosCapitaisPróprios	Negativa	965	,117726	-,1596217	,000
	Positiva	3545	,277348		

Fonte: Elaboração própria

Observando os dados, conclui-se que, à exceção da variável dimensão, há diferenças significativas. No que diz respeito às variáveis estrutura do ativo, idade, nível de risco, capital alheio, capital alheio CP, capital alheio MLP e capital social encontraram-se diferenças significativas nos dois níveis de performance, obtendo-se valores superiores nas empresas com performance negativa. Nas restantes variáveis (crescimento, capital próprio e outros capitais próprios), também há diferenças significativas, sendo que, nestes casos, se obtiveram valores superiores nas empresas com performance positiva.

Estas conclusões corroboram e reforçam os resultados de estimação dos MRLM apresentados no ponto anterior, permitindo ainda inferir que, a variável dimensão ao não ser estatisticamente significativa neste teste, significa que não há diferenças estatisticamente significativas entre as duas subamostras (performance positiva versus performance negativa)

relativamente à variável dimensão, no entanto, esta variável explicativa tem um impacto negativo na performance, conforme os resultados da Tabela 5.

Tabela 7 - Média da performance entre 2005 e 2009

Ano	Media	Observações	Desvio Padrão
2005	,048746	902	,1079685
2006	,043844	902	,1063691
2007	,047449	902	,0935024
2008	,036011	902	,1028100
2009	,037778	902	,1018920
Total	,042766	4510	,1027121

Fonte: Elaboração própria

Com a aplicação do teste t-Student, também se fez o estudo da performance ao longo dos 5 anos, tendo, conforme já referido, as PME do distrito de Castelo Branco, obtido uma performance média de aproximadamente 4,28 % entre os anos de 2005 a 2009. Ainda através do teste t-Student, identificou-se uma diferença significativa ($p = 0,01$) entre os anos 2005 e 2008. A performance em 2008 é inferior em 0,0127 em média. Também se encontrou uma diferença significativa ($p = 0,027$) entre os anos 2005 e 2009. A performance em 2009 é inferior em 0,0109, em média.

4.5 Discussão dos Resultados

Nesta fase é importante que a análise e discussão dos resultados permitam responder aos objetivos definidos. É necessário também compreender a estrutura de capital, bem como o impacto que o financiamento provoca na performance nas PME do distrito de Castelo Branco. Considera-se que a análise dos resultados poderá ser de melhor compreensão, se discutida em função e em inter-relação com as hipóteses formuladas para cada variável analisada.

No que diz respeito à tangibilidade dos ativos e à sua relação com a variável performance, à exceção da regressão seis, para qualquer das outras regressões a relação mostra-se negativa e estatisticamente significativa a um nível de significância de 1%, pelo que se rejeita a hipótese H1. A regressão seis, apesar de negativa, não é estatisticamente significativa. Assim, conclui-se que a tangibilidade das PME do distrito de Castelo Branco tem um impacto negativo na performance. Estes resultados estão em sintonia com os apresentados no trabalho de Gama (2000) e Serrasqueiro e Maçãs (2008), mas contrariam os resultados de Bruns e Fletcher (2008).

A relação negativa encontrada pode ser reflexo de um maior nível de ativos fixos tangíveis na composição dos ativos, que, por sua vez, se traduzem num maior nível de depreciações, as quais afetam negativamente os resultados operacionais. Contudo, as depreciações ao não se traduzirem em despesas, podem conferir uma maior flexibilidade à tesouraria das empresas, conforme também inferido por Gama (2000). Por outro lado, corroborando os argumentos de Serrasqueiro e Maçãs (2008), o resultado obtido pode indiciar que, empresas com maior nível de tangibilidade tendem a ter um menor nível de performance, já que, normalmente são menos propensas à inovação, conseqüentemente com menor capacidade de explorarem oportunidades de investimento de longo prazo.

Nas PME do distrito de Castelo Branco, os resultados obtidos contrariam os argumentos de Jensen e Meckling (1976), não se verificando neste caso os pressupostos da teoria da agência, visto esta teoria defender que, a existência de garantias tangíveis como forma de potenciar ou aumentar o acesso ao financiamento, diminuindo o custo do capital, poderia ter um impacto positivo na performance da empresa.

Passando à análise da variável dimensão, verificou-se que esta se relaciona negativa e significativamente com a performance das PME do distrito de Castelo Branco em todas as regressões, apresentando um nível de significância de 1% nas regressões II, III e VI, e de 10% nas regressões I e IV e V, levado assim à rejeição da hipótese H2. As evidências empíricas contrariam também a tendência do contexto global das PME portuguesas, tendo em conta o estudo de Serrasqueiro e Maçãs (2008), que verificou a influência positiva da dimensão na performance. Os resultados ora obtidos deverão ser merecedores de atenção, pois esta relação negativa com a performance pode promover um impacto, também negativo, no desenvolvimento e crescimento das empresas, corroborando os argumentos de Ang (1991, 1992) e Michaelas *et al.* (1999).

Como foram estudadas PME, o impacto negativo da dimensão na performance, sugere que a reduzida dimensão destas empresas, não permite fazer um aproveitamento de economias de escala, pelo que corroborando Serrasqueiro e Maçãs (2008), um aumento da sua dimensão lhes deveria permitir beneficiar de economias de escala, contribuindo assim para um aumento da sua performance.

Por outro lado, à medida que aumenta a dimensão, diminui a sua performance, havendo assim uma maior probabilidade de a empresa incorrer em custos de insolvência financeira, influenciando negativamente o seu valor, conforme preconizado pela teoria do *trade-off*. O aumento da dimensão das PME do distrito de Castelo Branco traduz-se também na menor possibilidade de obtenção de lucros, logo, na menor possibilidade de tirar partido dos benefícios fiscais da dívida, como preconizado pela teoria do *trade-off*. Os resultados não reforçam a teoria do *pecking order* para estas PME, pois uma relação inversa com a performance faz com que a empresa não tenha capacidade de incrementar fundos internos,

necessitando de recorrer mais a fontes externas de financiamento. Dado a amostra incluir apenas PME, é natural que os possíveis problemas de agência entre gestores e proprietários, sejam menos relevante do que em contexto de grandes empresas, em virtude de existir um controlo mais efetivo da ação dos gestores por parte dos proprietários. No entanto, os problemas de agência entre proprietários/gestores e credores são maiores para as PME do que para as empresas de grande dimensão, concorrendo para maiores custos associados à dívida.

Os resultados indicam que a idade não é um fator determinante da performance das empresas analisadas, porque os testes realizados, demonstram a existência de uma relação negativa e estatisticamente significativa, entre o número de anos e a performance das PME do distrito de Castelo Branco, apresentando um nível de significância de 1% nas regressões I, II, III e IV e de 5% nas regressões V e VI. Deste modo, a hipótese H3 mais uma vez contraria as evidências empíricas, contrariando também as conclusões de Gregory *et al.* (2005), já que por via da relação inversa com a performance, as empresas de mais idade detêm menos oportunidades de acumular lucros retidos, deixando assim de possuir fundos disponíveis para financiar o seu crescimento.

As evidências empíricas também não permitem validar os argumentos de Diamond (1989), de que a maior idade das empresas funciona como *proxy* da sua reputação, diminuindo os custos de financiamento, logo aumentando a sua performance.

Ao não serem gerados fundos internos pela relação negativa entre o aumento da idade e a performance, a teoria do *pecking order* não sai reforçada nesta variável. Contudo, reforça-se a ideia da importância relativamente à aposta na inovação e I&D das empresas mais antigas, sugerida por Nunes e Serrasqueiro (2012), no sentido de consolidação destas PME nos mercados.

O estudo do risco pretende avaliar o impacto deste na performance. As evidências empíricas demonstram que este influencia negativamente a performance das empresas em estudo, havendo uma relação estatisticamente significativa entre o número de anos e a performance das PME do distrito de Castelo Branco, apresentando um nível de significância de 1% em todas as regressões. Isto significa que, tal como previsto na hipótese H4, o fator risco e a performance empresarial não estão positivamente relacionadas, uma vez que o aumento do risco significa uma diminuição da performance. Serrasqueiro e Maças (2008) concluíram no seu estudo, ser estatisticamente insignificante a relação entre risco e performance, não conseguindo confirmar que maior risco significaria diminuição de performance.

De acordo com o preconizado por Bruns e Fletcher (2008), a relação inversa entre risco e performance pode levar os proprietários/acionistas das PME do distrito de Castelo Branco a

uma exposição da sua propriedade privada, dando-a como garantia para acesso ao financiamento, tendo em conta o nível de risco associado.

O risco do negócio é interpretado unanimemente por todas as teorias como sendo uma variável que contribui negativamente para a estrutura de capital e performance (Ceretta et al., 2009), o que efetivamente se verifica no presente estudo.

Relativamente ao crescimento, tal como inicialmente proposto, a relação entre este e a performance é positiva. As evidências empíricas demonstram a influência positiva do crescimento na performance das empresas em estudo, havendo uma relação estatisticamente significativa entre a variação do ativo total e a performance das PME do distrito de Castelo Branco, apresentando um nível de significância de 1% em todas as regressões. Os resultados obtidos apresentam-se em consonância com a hipótese H5, reforçando portanto a ideia de que, as PME do distrito de Castelo Branco mantêm uma relação positiva entre performance e crescimento. Este resultado está também patente nos estudos de Baskin (1989), Wijst (1989), Hall e Hutchinson (1993) e Cowling (2004). Neste sentido e, partindo do exemplo das empresas analisadas, sempre que as mesmas se encontram em crescimento há uma melhoria da sua performance.

Segundo Myers (1984), os custos de falência e de agência são mais elevados nas empresas com grandes expectativas de oportunidades de crescimento. O modelo do *pecking order* propõe uma outra visão: empresas com fortes oportunidades de crescimento vão transformar-se, conferindo prioridade a uma dívida de fonte de financiamento interno, menos sujeito à presença de assimetrias (Colot et al., 2010), pelo que a relação positiva encontrada nesta variável reforça a ideia de que as PME do distrito de Castelo Branco seguem a teoria do *pecking order*.

No que diz respeito às hipóteses H6, H6a e H6b, os estudos efetuados e as evidências empíricas demonstram que, o financiamento alheio influencia negativamente a performance das PME do distrito de Castelo Branco, o que contradiz a hipótese H6b, havendo uma relação estatisticamente significativa a um nível de significância de 1%. Assim, verifica-se pelos resultados obtidos, que, ao nível do financiamento alheio a curto, médio e longo prazo, as PME do distrito de Castelo Branco sofrem uma influência negativa na performance, o que vai ao encontro dos resultados de vários estudos no âmbito das PME, que encontraram relações negativas entre performance e endividamento, nomeadamente os de Michaelas et al. (1999), Serrasqueiro e Maças (2008) e La Rocca et al. (2011).

Estes resultados vão também ao encontro dos pressupostos defendidos pela teoria do *pecking order*, pois segundo esta teoria, as empresas utilizam uma hierarquia na escolha das suas fontes de financiamento, onde se dá preferência ao autofinanciamento, e só em caso de necessidade recorrem a capital alheio, tornando assim as empresas menos dependentes de

capital externo para financiar a atividade. Corroborando Serrasqueiro e Nunes (2008), a relação negativa entre endividamento das PME e performance, permite verificar a maior relevância dos problemas de agência entre proprietários/gestores e credores face aos possíveis problemas de agência existentes entre gestores e proprietários. Os resultados obtidos, não permitem concluir acerca dos benefícios fiscais proporcionados pelo endividamento, tal como preconizado pela teoria do *trade-off*.

Os estudos efetuados e as evidências empíricas, demonstram que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa a um nível de 1% entre capital próprio, os outros capitais próprios e a performance. Demonstram ainda que existe uma relação negativa e estatisticamente significativa a um nível de 1% entre o capital social e a performance. Tal como previsto inicialmente, o capital próprio e outros capitais próprios influenciam positivamente a performance, não se rejeitando a hipótese H7 e a hipótese H7b. No entanto, rejeita-se a hipótese H7a, tendo-se verificado que o capital social influencia negativamente a performance.

Estes resultados vão ao encontro da ideia de Brealey e Myers (1998), e corroborando a teoria do *pecking order*, a empresa tem uma preferência pelo financiamento interno ao invés de financiamento externo, visto o custo de capital externo ser maior para a empresa. Portanto, as empresas rentáveis que têm acesso a lucros retidos, podem usá-los para o seu financiamento em vez de acederem a fontes externas, dando menor relevo à vantagem da dedução fiscal de encargos relativos à dívida, conforme preconizado pela teoria do *trade-off*.

De seguida, na Tabela 8 apresenta-se um resumo das evidências empíricas previamente expostas, onde, de uma forma mais sucinta, se pode verificar o relacionamento entre os determinantes e a performance das PME do distrito de Castelo Branco.

Tabela 8 - Síntese dos resultados

Determinantes da performance	Relação esperada	Relação obtida
Tangibilidade	Positiva	Negativa
Dimensão	Positiva	Negativa
Idade	Positiva	Negativa
Nível de Risco	Negativa	Negativa
Crescimento	Positiva	Positiva
Capital Alheio	Negativa	Negativa
Capital Alheio CP	Negativa	Negativa
Capital Alheio MLP	Positiva	Negativa
Capital Próprio	Positiva	Positiva
Capital Social	Positiva	Negativa
Outros Capitais Próprios	Positiva	Positiva

Fonte: Elaboração própria

5 CONCLUSÕES E LIMITAÇÕES

A presente investigação, teve como objetivo estudar a relação entre a performance das PME do distrito de Castelo Branco e os seus determinantes. Além disso, pretendeu-se verificar se as práticas empresariais destas empresas permitem validar os argumentos propostos pelas teorias financeiras explicativas da estrutura de capital, nomeadamente as teorias do *trade-off*, agência, *pecking order* e ciclo de vida.

Em primeiro lugar, foram abordadas as principais correntes teóricas acerca da estrutura de capital, tendo de seguida sido definidas as hipóteses, variáveis e a metodologia de investigação. Utilizou-se uma amostra de 902 PME do distrito de Castelo Branco, tendo os dados sido recolhidos na base de dados SABI, sendo estes relativos ao período de 2005 a 2009, perfazendo um total de 4.510 observações. As técnicas estatísticas utilizadas foram a estatística descritiva e a regressão linear múltipla, cujos resultados foram posteriormente corroborados pelo teste t-Student. Considerou-se como variável dependente a performance, como as variáveis independentes a estrutura do ativo, dimensão, idade, nível de risco, crescimento, financiamento alheio, e, por último, o financiamento próprio.

Os resultados obtidos revelam que, na amostra, o setor dominante no distrito de Castelo Branco é o setor terciário, com uma percentagem de 63,6% do total das PME, sendo o setor primário abrangido por 5,9% e o secundário por 30,5%. Isto significa que é nas atividades de comércio, turismo, transporte e serviços que as PME neste distrito mais operam.

Através da análise das estatísticas descritivas, verificou-se que a performance média das empresas da amostra é de 4,27%, apresentando-se decrescente no período em análise. Apesar disso, inferiu-se que os rácios do ativo total e dos ativos fixos tangíveis sofreram incrementos de 10,76% e 27,30% respetivamente. O nível de endividamento total médio para estas PME é de 65%, verificando-se que se financiam sobretudo com endividamento de curto prazo, o qual representa 54%, contra os 11% de MLP. Foi ainda possível verificar que os outros capitais próprios (resultados retidos) representam em média 24% do financiamento total, o que sugere haver fortes indícios que as PME do distrito de Castelo Branco seguem os pressupostos da teoria do *pecking order*.

A correlação estudada entre as variáveis verificou que os resultados são estatisticamente significativos, para um nível de significância de 1%, ao nível da correlação da performance com todas as variáveis independentes, conduzindo a uma significância importante acerca da performance empresarial. Dado que algumas variáveis independentes apresentaram entre si um índice de correlação superior a 50%, o que poderiam causar problemas de multicolinearidade e/ou endogeneidade e enviesamento de resultados, foram criados seis modelos de regressão, o que permitiu ultrapassar este obstáculo.

No que respeita à variável tangibilidade verificou-se que a mesma apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa com a performance empresarial, podendo afirmar-se que, à medida que aumentam os ativos fixos tangíveis das PME do distrito de Castelo Branco, diminui a sua performance operacional. O aumento de 27,3% destes ativos no período em análise pode ter influência neste resultado, por via do aumento das depreciações, que afetam negativamente os resultados. Contudo, essas depreciações ao não se traduzirem em despesa, podem conferir uma maior flexibilidade à tesouraria destas PME, logo à sua performance, por via da redução da necessidade de financiamento externo.

A relação da dimensão, medida pelo logaritmo do ativo total também se apresentou negativa e estatisticamente significativa com a performance, a um nível de significância de 1% nas regressões II, III e VI e de 10% nas regressões I, IV e V. Corroborando os argumentos de Ang (1992) e Michaelas *et al.* (1999), os resultados obtidos deverão ser merecedores de atenção, pois esta relação negativa com a performance pode promover um impacto negativo no desenvolvimento e crescimentos destas empresas.

A idade também não se mostrou um fator determinante da performance das PME do distrito de Castelo Branco, tendo-se verificado uma relação negativa e estatisticamente significativa com a performance. A idade funciona como padrão de reputação das empresas, conforme também inferido por Diamond (1989), reputação que é fator determinante na negociação das taxas de juro e no nível de financiamento que os credores estão dispostos a conceder. Os resultados apresentam assim fortes indícios de que, a menor disponibilidade de financiamento e a custos mais elevados, parecem refletir-se negativamente na performance destas empresas.

Ao nível do risco, o mesmo também se revelou negativo e estatisticamente significativo, influenciando assim negativamente a performance das PME. Esta relação negativa pode levar os credores a exigir garantias adicionais para a concessão de empréstimos, nomeadamente através da exposição da propriedade pessoal dos proprietários/acionistas destas empresas, como aliás preconizado em 2008 por Bruns e Fletcher. Por outro lado, um aumento do risco, significa um aumento dos custos de financiamento, logo, uma diminuição da performance.

O crescimento apresentou uma relação positiva e estatisticamente significativa, influenciando assim positivamente a performance, pelo que, sempre que as PME do distrito de Castelo Branco se encontram em crescimento há uma melhoria da sua performance.

O capital alheio, ao longo do período em análise, mostrou-se um fator determinante da performance, pois apresentou uma relação negativa e estatisticamente significativa, pelo que se concluiu existir uma relação negativa entre o capital alheio e a performance das PME do distrito de Castelo Branco, as quais dão primazia à utilização de financiamento interno em detrimento do endividamento externo.

O capital social apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa com a performance. Ao nível do capital próprio e dos outros capitais próprios, os mesmos apresentam uma relação positiva e estatisticamente significativa, tendo-se concluído que têm uma influência positiva na performance, o que reforça a ideia que as PME do distrito de Castelo Branco têm acesso a lucros retidos e que se financiam com eles, ao invés de acederem a fontes externas de financiamento.

Os resultados obtidos não permitiram aferir acerca dos benefícios fiscais da dívida, todavia, permitiram concluir pela não relevância da teoria do *trade-off* nas variáveis analisadas. A relação negativa entre o financiamento alheio e a performance pode indiciar alguns problemas de agência, que segundo Serrasqueiro e Nunes (2008), a verificarem-se, serão mais relevantes entre proprietários/gestões e credores, que entre gestores e proprietários, dada a dimensão destas empresas. Por outro lado, a relação negativa e estatisticamente significativa entre o financiamento alheio e a performance, assim como, a relação positiva e estatisticamente significativa entre o financiamento próprio e a performance, parecem sugerir que estas empresas seguem os pressupostos defendidos pela teoria do *pecking order*, pois, os trabalhos de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), sugerem que pode existir uma relação negativa entre performance e o nível de endividamento, já que, quanto mais rentável for a empresa, maior será a sua capacidade de autofinanciamento e, menor será a necessidade de recorrer a capital alheio.

Os resultados obtidos nesta investigação, podem contribuir para uma melhor compreensão da estrutura de capital das PME do distrito de Castelo Branco e, da forma como a escolha de financiamento impacta na performance destas empresas.

A presente investigação tem como limitação, o facto de se terem analisado apenas PME do distrito de Castelo Branco, não se tendo estudado um universo mais abrangente em termos geográficos.

Para investigações futuras, sugere-se o estudo de PME nacionais e/ou a nível da União Europeia, tendente a aferir acerca de diferentes contextos e realidades geográficas. Adicionalmente, sugere-se a incorporação de variáveis que permitam o estudo mais aprofundado da performance das PME ao longo do seu ciclo de vida.

Bibliografia

Alfonso, G. L. (2007). Repercussions of firm size definition on empirical results for firm efficiency and financing research. *Observatorio Iberoamericano del desarrollo local y la economía social*, (4731), 308-361.

Altman, E. I., e Sabato, G. (2005). Effects of the New Basel Capital Accord on Bank Capital Requirements for SMEs. *Journal of Financial Services Research*, 28(1-3), 15-42.

Ang, J. S. (1991). Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management. *Journal of Small Business Finance*, 1(1), 1-13.

Ang, S. J. (1992), On the theory of Finance for Privately Held Firms, *The Journal of Small Business Finance*, 1(3), 185-203.

Barros, C. (1995). *Decisões de investimento e financiamento de projectos*. Edições Sílabo (3ª edição.). Lisboa.

Barth, J. R., Lin, D., e Yost, K. (2011). Small and Medium Enterprise Financing in Transition Economies. *Atlantic Economic Journal*, 39(1), 19-38.

Bartholdy, J., e Mateus, C. (2005). Debt and taxes: Evidence from bank-financed small and medium-sized firms. *EFA 2005 Moscow Meetings Paper*.

Bartholdy, J., Mateus, C., e Olson, D. (2012). Do Portuguese private firms follow *Pecking order* financing? *The European Journal of Finance*, (October 2012), 1-19.

Baskin, J. (1989), "An empirical investigation of the *pecking order* hypothesis", *Financial Management*, 18(1), 26-35.

Beck, T., e Demirgüç, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 2931-2943.

Bedoya, D. D. G. (2008). Medición y análisis de un modelo para determinar la estructura óptima de capital. *Revista Soluciones de Postgrado EIA*, 93-111.

Berger, A. N. (1999). The "big picture" about relationship-based finance. In J. L. Blanton, A. Williams e S. L. Rhine (Eds.), *Business Access to Capital and Credit, Federal Reserve System Research Conference*, N. Mar., pp. 390-400.

Berger, A. N., e Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22(6), 613-73.

Berger, A. N., e Udell, G. F. (2006). A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 2945-2966.

Brealey, R., e Myers, S. (1998). *Princípios de finanças empresariais*. McGraw-Hill (5ª edição). Lisboa.

Brounen, D., Dejong, A., e Koedijk, K. (2006). Capital structure policies in Europe: Survey evidence. *Journal of Banking & Finance*, 30(5), 1409-1442.

Bruns, V., e Fletcher, M. (2008). Banks' risk assessment of Swedish SMEs. *Venture Capital*, 10(2), 171-194.

Burkowski, É., Perobelli, F. F., e Zanini, A. (2009). A Identificação de preferência e atributos relacionados à estrutura de capital em pequenas empresas. *FGV-EAESP/RAE-eletrônica*, 55(11).

- Carter, R., e Auken, H. Van. (2005). Bootstrap financing and owners' perceptions of their business constraints and opportunities. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal*, 17(2), 129-144.
- Cassar, G., e Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting and Finance*, 43(2), 123-147.
- Ceretta, P. S., Vieira, K. M., da Fonseca, J. L., e de Lima Trindade, L. (2009). Determinantes da estrutura de capital: uma análise de dados em painel de empresas pertencentes ao ibovespa no período de 1995 a 2007. *REGE Revista de Gestão*, 16(4), 29-43
- Colot, O., Croquet, M., e Pozniak, L. (2010). Déterminants des choix de financement et Profils de PME. *Journal of Small Business economics*, 1(1), 97-115.
- Cowling, M. (2004). The growth-profit nexus. *Small Business Economics*, 22(1), 1-9.
- Cressy, R., e Olofsson, C. (1997). European SME financing: an overview. *Journal of Small Business Economics*, 9(2), 87-96.
- Cull, R., Davis, L., Lamoreaux, N., e Rosenthal, J. (2006). Historical financing of small- and medium-size enterprises. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 3017-3042.
- Davies, L., e Gibb, A. (1990). In pursuit of frameworks for the development of growth models of the small business. *International Small Business Journal*, 9(1), 15-31.
- De la Torre, A., Martínez Pería, M. S., e Schmukler, S. L. (2010). Bank involvement with SMEs: Beyond relationship lending. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2280-2293.
- Diamond, D. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. *Journal of Political Economy*, 97, 828-862.
- Dodge, H., e Robbins, J. (1992). An empirical investigation of the organizational life cycle model for small business development and survival. *Journal of Small Business Management*, 30(1), 27-37.
- Fernandes, A. B., Marques, F. J. L., Coelho, H., e Serrasqueiro, Z. M. S. (2011). Decisões de financiamento das micro empresas nacionais. *II Seminário de Doutorandos ESGHT. Escola Superior de Gestão, Hotelaria e Turismo da Universidade do Algarve*.
- Gama, A. (2000): "Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME Industriais Portuguesas", Moderna Finança, Associação da Bolsa de Derivados do Porto.
- Gitman, L. J. (1997). *Princípios de administração financeira*. Harbra (3ª edição), São Paulo.
- Godoy, J. (2007). Estructura financiera y factores determinantes de la estructura de capital de las pymes del sector de confecciones del Valle del Cauca en el período 2000-2004. *Cuadernos de Administración*, 20(34), 191-219.
- Goergen, M., e Renneboog, L. (2001). Investment policy, internal financing and ownership concentration in the UK. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 257-284.
- Gregory, B., Rutherford, M. W., Oswald, S. e Gardiner, (2005), "An Empirical Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing", *Journal of Small Business Management*, 43(4), 382-392.
- Hall, G. C. e Hutchinson, P. J. (1993), "A probit analysis of the changes in the financial characteristics of newly quoted small firms, 1970-73 and 1980-83", *Small Business Economics*, 5(3). 207-214.
- Hall, G., Hutchinson, P. e Michaelas, N. (2000): "Industry Effects on the Determinants of Unquoted SMEs Capital Structure", *International Journal of economics of Business*, 7(3), 297-312.
- Hutchinson, P., e Ray, G. (1983). *The Financing and Financial Control of Small Enterprise Development*. England: Gower Publishing Company Limited.

IAPMEI (1996), "As PME industriais em números", IAPMEI - Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento.

INE - Instituto Nacional de Estatística (2010), "Estudos sobre Estatísticas Estruturais das Empresas - 2008" <http://www.iapmei.pt/resources/download/mpme2010.pdf>, consultado em 20/12/2012

INE - Instituto Nacional de Estatística (2011), "Estudos sobre Estatísticas Estruturais das Empresas - 2007-2009" <http://www.iapmei.pt/resources/download/PME-perfilexportador2011.pdf>, consultado em 24/01/2013

Irwin, D., e Scott, J. M. (2010). Barriers faced by SMEs in raising bank finance. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 16(3), 245-259.

Jensen, M., e Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Kasznar, I., e Gonçalves, B. (2011). Regressão múltipla: uma digressão sobre seus usos. Retirado de http://www.ibci.com.br/Regressao_Multipla.pdf em 27/07/2013.

Kayo, E. K., e Famá, R. (1997). Teoria de agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. *Caderno de pesquisas em administração*, 2(5), 1-8.

Kim, K. S., Knotts, T. L., e Jones, S. C. (2008). Characterizing viability of small manufacturing enterprises (SME) in the market. *Expert Systems with Applications*, 34(1), 128-134.

Kim, M., e Lee, G. (2011). Effect of Relationship Banking on Financing cost and Performance of SMEs: Evidence from Panel Data of Korean Small Firms. *icsb2011.org*, 1-14.

Klapper, L. (2006). The role of factoring for financing small and medium enterprises. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 3111-3130.

La Rocca, M., La Rocca, T. e Cariola, A. (2011). Capital Structure Decisions During a Firm's life Cycle. *Small Business Economics*, 37(1), 107-130.

Lin, J. Y., e Sun, X. (2006). Information, Informal Finance, and SME Financing. *Frontiers of Economics in China*, 1(1), 69-82.

Lorandini, C. (2011). The Financing of SMEs and the Role of Knowledge: Some Evidence from Trentino-South Tyrol, 1950s-1990s. *Journal of Banking & Finance*, 9, 1-25.

Ma, J., e Gui, J. G. (2009). Study on the Small and Middle Enterprises Financing Mode in Financial Crisis. *International Business Research*, 3(1), P76.

Maroco, J. (2011). *Análise Estatística com utilização do SPSS*. Edições Sílabo (5ª edição), Lisboa.

Matias, M. N. (2009). O relacionamento bancário e o financiamento das PME: Uma revisão da literatura. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 8(1), 21-31.

Matias, M. N., Serrasqueiro, Z., e Costa, C. A. (2009). Padrões de relacionamento bancário no financiamento às MPE: uma análise cluster. Working paper. Global advantage.

Matias, M., Serrasqueiro, Z., e Costa, C. (2010). Banking relationship and credit terms: empirical evidence from Portuguese small firms. *American Journal of Social and Management Sciences*, 1(2), 102-123.

Mazanai, M., e Fatoki, O. (2011). The Effectiveness of Business Development Services Providers (BDS) in Improving Access to Debt Finance by Start-Up SMEs in South Africa. *International Journal of Economics and Finance*, 3(4), 208-217.

- McMahon, Richard, G., Holmes, Scott, Htchinson, Patrick, J. e Forsaith, M. (1993), *Small Enterprise Financial Management - Theory and Practice*. Harcourt Brace & Company, Australia.
- Michaelas, N., Chittenden, F. e Poutziouris, P. (1999): "Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data", *Small Business Economics*, 12(2), 113-130.
- Modigliani, F., e Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., e Miller, M. H. (1963). "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Montgomery, D. C. e Peck, E. A. (1982). *Introduction to linear regression analysis*. New York: John Wiley & Sons, 1982. 504p.
- Moradi, N. S., Aldin, M. M., Heyrani, F., e Iranmahd, M. (2012). The Effect of Corporate Governance, Corporate Financing Decision and Ownership Structure on Firm Performance. *International Journal of Economics and Finance*, 4(6), 86-94.
- Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S., e Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Nakamura, W., e Martin, D. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. 44, *Revista Contabilidade*, 72-85.
- Novo, A. J. F. (2009). Estrutura de capital das pequenas e médias empresas: evidência no mercado português. Retrieved from <http://hdl.handle.net/10773/1632>, em 15/05/2013.
- Nunes, P. M., e Serrasqueiro, Z. (2012). Are young SMEs' survival determinants different? Empirical evidence using panel data. *Applied Economics Letters*, 19(9), 849-855.
- Oliyide, O. (2012). Law, credit risk management and bank lending to SMEs in Nigeria. *Commonwealth Law Bulletin*, 38(4), 673-695.
- Oncioiu, I. (2012). Small and Medium Enterprises' Access to Financing - A European Concern: Evidence from Romanian SME. *International Business Research*, 5(8), 47-59.
- Ottoboni, C., e Pamplona, E. O. (2001). *Proposta de pesquisa para avaliar a necessidade de se medir o desempenho financeiro das micro e pequenas empresas*. Salvador, XXI Encontro Nacional de Engenharia de Produção, outubro 2001, Salvador - BA, 2001.
- Peden, V. (1999). Life cycle a predictor of going concern and bankruptcy. *Conference Proceedings*. Western Decision Sciences Institute, 28th Annual Meeting.
- Pestana, M. H. e Gageiro, J. N. (2008), *A análise de dados para as ciências sociais: a complementariedade do SPSS*. Edições Sílabo (5ª edição), Lisboa.
- Peterson, R., e Shulman, J. (1987). Capital structure of growing small firms: a 12-country study on becoming bankable. *International Small Business Journal*, 5(4), 10-22.
- Petty, J., e Walker, E. (1978). *Financial Management of the Small Firm*. EUA: Prentice-Hall
- Quartey, P. (2003). Financing small and medium enterprises (SMEs) in Ghana. *Journal of African business*. *Journal of African Business*, 4(1), 37-55.

- Rajan, R. G. e Zingales, L. (1995), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- Rodríguez-Rodríguez, O. M. (2008). Firms as credit suppliers: an empirical study of Spanish firms. *International Journal of Managerial Finance*, 4(2), 152-173.
- Romano, C., Tanewski, G., e Smyrniotis, K. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*, 9026(99), 285-310.
- Scholtens, B. (1999), Analytical Issues in External Financing Alternatives for SBE's: *Small Business Economics*; 12(1), 137-148.
- Serrasqueiro, Z. (2003). Influência dos proprietários e/ou gestores nas decisões de financiamento das PME. *Gestión científica empresarial: temas de investigación actuales*, 335-348, Netbiblo.
- Serrasqueiro, Z. (2011). Are capital structure decisions of service SMEs different? Empirical evidence from Portugal. *Management Research Review*, 34(1), 34-57.
- Serrasqueiro, Z., e Maçãs, P. (2008). Performance and size: empirical evidence from Portuguese SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 195-217.
- Serrasqueiro, Z., Nunes, P., e Leitão, J. (2011). Sources of finance for R&D investment: empirical evidence from Portuguese SMEs using dynamic estimators. *Innovation: Management, Policy & Practice*, 13(2), 187-206.
- Silva, A. F., e Valle, M. R. (2008). Análise da estrutura de endividamento: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(1), 201-229.
- Simões, J., e Da Silva, J. (2003). Identificação De Factores Determinantes Do Financiamento Das Empresas Portuguesas. *Portuguese Journal of Management Studies*, 8(2), 145-172.
- Sykes, A. (1993). *An introduction to regression analysis*. Law School, University of Chicago.
- Soares, Isabel, Moreira, J., Pinho, C., e Couto, J. (2007). *Decisões de Investimento - Análise Financeira de Projectos*. Edições Sílabo (3ª edição) Lisboa.
- Vera-Colina, M.A., Rodríguez-Medina, G., e Melgarejo-Molina, Z. (2011). Financial planning and access to financing in small and medium-sized companies in the Venezuelan manufacturing sector. *Rev. Innovar*, 21(42), 92-112.
- Vieira, E., e Novo, A. (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. *Estudos do ISCA*, 2(IV). Retirado de <https://ria.ua.pt/handle/10773/6679> em 22/07/2013
- Vos, E. e Forlong, C. (1996). The Agency Advantage of Debt Over the Lifecycle of the Firm. *Entrepreneurial and Small Business Finance*, 5(3), 139-211.
- Walker, A. (1989). Financing the small firm. *Small Business Economics*, 1(4), 285-296.
- Wijst, V. D. (1989), "Financial structure in small business", Springer-Verlag.
- Xiong, X., Guo, C., Zhang, W., e Zhang, Y. (2009). Loan Rate Pricing of SME Financing based on Agent-based Computational Finance Approach. *Systems Engineering - Theory & Practice*, 29(12), 9-14.