



UNIVERSIDADE DA BEIRA INTERIOR
DEPARTAMENTO DE GESTÃO E ECONOMIA
UCP CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS

***RELACIONAMENTO ENTRE
DIMENSÃO E SUCESSO DO
INVESTIMENTO:***

*Estudo de caso aplicado a duas empresas do
sector da panificação localizadas na Beira
Interior*

Luísa Riscado

Dissertação de Mestrado (2º Ciclo) em Gestão

Covilhã, Agosto de 2009

***RELACIONAMENTO ENTRE
DIMENSÃO E SUCESSO DO
INVESTIMENTO:***

*Estudo de caso aplicado a duas empresas do
sector da panificação localizadas na Beira
Interior*

Luísa Riscado

*Orientadora:
Prof. Doutora Zélia Serrasqueiro*

Dissertação de Mestrado (2º Ciclo) em Gestão

À Cláudia, ao Nuno e ao Rui

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar quero agradecer à minha orientadora, Professora Doutora Zélia Serrasqueiro a atenção e paciência demonstradas, bem como a disponibilidade para o esclarecimento de todas as dúvidas que foram surgindo. Agradecer-lhe ainda pelo acompanhamento, apoio constante e pelos conselhos sempre úteis que tornaram esta caminhada mais simples.

Um especial agradecimento à Lurdes, pelo incentivo dado para encetar esta caminhada, à Raquel e à Angelina pela paciência que tiveram na correcção da dissertação e aos meus restantes amigos que me acompanharam ao longo deste trabalho.

Também quero agradecer a colaboração das empresas objecto de estudo de caso que, com a sua disponibilidade, permitiram que o presente trabalho fosse exequível.

Para finalizar, mas não menos importante, quero expressar toda a minha gratidão à minha família pelo apoio prestado durante este ano, e em especial ao meu marido, Rui, pela compreensão, sacrifício e pelo incentivo. Aos meus filhos, Cláudia e Nuno, pela ausência e falta de atenção que sofreram ao longo deste período e pelo seu amor incondicional.

A todos sincero agradecimento.

RESUMO

As pequenas e médias empresas assumem um papel de relevância na situação económica e social de qualquer região ou país. Apesar disso, pelas suas características, são os agentes produtivos que sentem maiores dificuldades na obtenção de recursos, que lhes permitam conceber e implementar projectos de investimento, que levem ao desenvolvimento e crescimento sustentado da actividade empresarial.

O objectivo desta dissertação é contribuir para um melhor entendimento da relação entre o dimensionamento dos investimentos e o sucesso das pequenas e médias empresas, bem como dos factores que podem influenciar os empresários a optarem por uma determinada dimensão de investimento e qual a importância do papel das instituições de crédito neste processo.

Na componente prática deste trabalho é apresentado um estudo de caso múltiplo, contemplando duas empresas do sector da panificação localizadas na Beira Interior Centro, onde se torna evidente que o dimensionamento do investimento condiciona o sucesso empresarial. Verificou-se, também, que a decisão de investimento é influenciada pelas características do gestor e que não houve intervenção activa da instituição de crédito, na óptica de aconselhamento na fase de análise do plano de negócios e durante a implementação do investimento.

ABSTRACT

Small and medium-sized enterprises play a relevant role in the economical and social climate of any region or country. Their characteristics makes them the productive agents who feel the most difficulties in obtaining the resources needed to allow them to conceive and implement projects of investment, leading to the development and supported growth of the business activity.

The objective of this study is to contribute to a better understanding of the relationship between the size of the investments and the success of small and medium-sized enterprises, as well as the factors that can influence managers to determine the size of the investment. Also, it contributes to understanding the importance of the role the credit institutions play in the process of investment.

The empirical part of this study is a case study, based on two enterprises in the baking sector, where it is possible to observe that the size of the investment dictates the business success. It can also be observed that the investment decision is influenced by management characteristics coupled with the fact that there was no active intervention of the credit institution in advising in the analysis of the business plan and during the implementation of the investment.

ÍNDICE GERAL

AGRADECIMENTOS	iii
RESUMO	iv
ABSTRACT	v
ÍNDICE DE QUADROS	ix
ÍNDICE DE FIGURAS	x
LISTA DE SIGLAS	xi
PARTE I: REVISÃO BIBLIOGRÁFICA E ENQUADRAMENTO TEÓRICO	1
1. ENQUADRAMENTO DO PROBLEMA	2
1.1 Introdução	2
1.2 Justificação e relevância	3
1.3 Breve exposição dos objectivos da investigação	5
1.4 Estrutura global da dissertação	6
2. AS PME NA ECONOMIA DA REGIÃO CENTRO E AS FRAGILIDADES FINANCEIRAS	7
2.1 A importância das PME no seio de regiões desfavorecidas	7
2.2 As fragilidades financeiras das PME	8
2.3 As fontes de financiamento das PME	9
3. O INVESTIMENTO NO SEIO DAS PME	17
3.1 O investimento	17

3.1.1	<i>Decisões de investimento</i>	17
3.1.2	<i>Incerteza, instabilidade e irreversibilidade do investimento</i>	18
3.1.3	<i>Decisões de investimento e decisões de financiamento</i>	19
3.2	<i>As técnicas quantitativas de avaliação do investimento</i>	22
3.3	<i>As decisões de investimento nas PME</i>	24
4.	<i>O PAPEL DA INSTITUIÇÃO DE CRÉDITO NO INVESTIMENTO DAS PME</i> 29	
4.1	<i>As assimetrias informacionais e o acesso ao financiamento bancário pelas PME</i> 29	
4.2	<i>A importância da análise efectuada pela Instituição de Crédito</i>	31
	 PARTE II: ESTUDO EMPÍRICO	33
5.	<i>OBJECTIVOS E QUESTÕES DA INVESTIGAÇÃO</i>	34
5.1	<i>Objectivos</i>	34
5.2	<i>Questões específicas da investigação</i>	35
6.	<i>METODOLOGIA</i>	36
6.1	<i>Procedimentos Metodológicos</i>	36
6.2	<i>Unidade de análise, amostra da investigação e recolha de dados</i>	41
6.2.1	<i>Unidade de análise</i>	41
6.2.2	<i>Amostra da investigação e recolha de dados</i>	43
6.3	<i>Definição operacional das variáveis</i>	46
7.	<i>DESCRIÇÃO DOS ESTUDOS DE CASO</i>	50
7.1	<i>Apresentação das empresas estudadas</i>	50
7.2	<i>Constituição, objecto social e distribuição do capital social</i>	51

<i>7.3</i>	<i>Órgão de gestão e quadro de pessoal</i>	52
<i>7.4</i>	<i>Histórico da empresa e início do investimento</i>	53
8.	<i>AVALIAÇÃO DE DIAGNÓSTICO</i>	56
9.	<i>CONCLUSÕES FINAIS</i>	65
10.	<i>LIMITAÇÕES DA PESQUISA</i>	68
11.	<i>SUGESTÕES PARA INVESTIGAÇÃO FUTURA</i>	69
	<i>REFERÊNCIAS</i>	70
	<i>ANEXOS</i>	78
	ANEXO A: Guião da Entrevista	78
	ANEXO B: Elementos contabilísticos “Empresa A”	80
	ANEXO C: Elementos contabilísticos “Empresa B”	84

ÍNDICE DE QUADROS

QUADRO 1 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DO GESTOR.....	46
QUADRO 2 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DO PROJECTO	47
QUADRO 3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS ECONÓMICO/FINANCEIRAS DA EMPRESA.....	48
QUADRO 4 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DE RENDIBILIDADE DA EMPRESA	49
QUADRO 5 CARACTERIZAÇÃO GERAL DAS EMPRESAS	50
QUADRO 6 VARIÁVEIS DO GESTOR	56
QUADRO 7 VARIÁVEIS DO PROJECTO	57
QUADRO 8 VARIÁVEIS ECONÓMICO/ FINANCEIRAS DA EMPRESA.....	60
QUADRO 9 VARIÁVEIS DE RENDIBILIDADE DA EMPRESA	62
QUADRO 10 IMPLICAÇÕES DA DECISÃO DE INVESTIMENTO - “EMPRESA A”	63
QUADRO 11 IMPLICAÇÕES DA DECISÃO DE INVESTIMENTO - “EMPRESA B”	64

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1 EM QUE FASES O CAPITAL DE RISCO É ÚTIL?	16
FIGURA 2 DESENHO DA INVESTIGAÇÃO	40
FIGURA 3 EMPREGABILIDADE NO SECTOR DA PANIFICAÇÃO.....	42

LISTA DE SIGLAS

IAPMEI - Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento

IC - Instituição de Crédito

INE - Instituto Nacional de Estatística

LC – Taxa de Lucro Contabilístico

MPE - Micro e Pequena Empresa

PME - Pequena e Média Empresa

POE - Programa Operacional de Economia

SCR - Sociedade de Capital de Risco

SGM - Sociedade de Garantia Mútua

SIR – Sistema de Incentivos Regionais

TIR – Taxa Interna de Rentabilidade

VAL – Valor Actualizado Líquido.

**PARTE I: REVISÃO BIBLIOGRÁFICA E ENQUADRAMENTO
TEÓRICO**

1. ENQUADRAMENTO DO PROBLEMA

1.1 Introdução

As mudanças mundiais ocorridas nas últimas décadas do século XX, tendo como causa principal o facto e os efeitos da já conhecida globalização, alteraram as relações entre os actores envolvidos no trabalho e na produção de bens e serviços. As consequências deste fenómeno exigiram a redefinição nos papéis de empresários e empresas.

Num cenário de grandes transformações económicas, políticas e tecnológicas, consolida-se a necessidade de inovar e empreender. No contexto de um ambiente caracterizado por constante e acelerada mudança, coloca-se, claramente, um desafio relativo à qualificação das pessoas para actuarem de forma efectiva na sociedade, como agentes de mudanças e como parceiros na criação de novas possibilidades.

Neste “ambiente inovador” detecta-se que os empresários¹, em geral, detêm vastos conhecimentos relativamente à sua área de actuação específica. Porém, os conhecimentos relativos à empresa como organização produtiva não são inteiramente dominados por eles, evidenciando dificuldades que vão desde a obtenção de recursos financeiros e humanos necessários ao desenvolvimento de um projecto de investimento até problemas de escassez de habilidades de gestão (Vieira, 2002). Verificam-se também dificuldades na tomada de decisões estratégicas em situações de crescimento e mudanças que interferem no contexto actual das empresas, para que se adaptem a mudanças impostas por questões externas. Factores que influenciam directamente o alto índice de mortalidade empresarial nas pequenas e médias empresas (PME).

Segundo Vieira (2002) as causas da alta mortalidade das empresas estão relacionadas, em primeiro lugar com as falhas de gestão na condução dos negócios, e, em segundo lugar, com as causas económicas e conjunturais. As falhas de gestão, por sua vez, podem estar relacionadas com a falta de planeamento na abertura do negócio, levando o empresário a não avaliar de forma correcta, previamente, dados importantes para o sucesso do investimento, como a existência de

¹ No presente estudo assume-se que se fala da mesma pessoa, quando se refere empresários e proprietários das PME.

concorrência nas proximidades ou a presença potencial de consumidores. Falta de dados consistentes para a tomada de decisão, desde a escolha do negócio a ser implementado, a dimensão do mesmo, até à forma de financiamento das operações, política de vendas, estratégia de compras e estrutura de produção são, entre outros, factores que condicionam o desenvolvimento do negócio com sucesso.

O mesmo investigador refere que muitas pequenas empresas morrem ainda jovens, por vários motivos: capital insuficiente e dificuldade em obter financiamento, falta de mão de obra especializada. Porém, um dos principais factores que provocam a sua mortalidade é a gestão ineficaz.

É neste contexto que se mostra importante investigar as condições de **concepção, dimensionamento, implementação e acompanhamento dos projectos de investimento** e qual a importância que estes factores assumem no sucesso das PME.

1.2 Justificação e relevância

As PME assumem um papel de relevância na situação económica e social de qualquer região ou país pelo seu contributo para criação de riqueza e emprego.

Segundo dados fornecidos pelo Instituto Nacional de Estatística (INE), relativos a 1998, as PME² representam cerca de 99,5 % do tecido empresarial português. Ainda de acordo com o INE, as micro e pequenas empresas representam a esmagadora maioria do tecido empresarial (96,5%). A importância deste conjunto de empresas manifesta-se em termos de emprego e também em termos de volume de negócios, já que as micro e pequenas empresas geram 51,5 % do emprego e realizam 35,7 % do volume de negócios do país (IAPMEI, 2009).

² Na **classificação dimensional das empresas** são utilizados os critérios “número de efectivos” e “volume de negócios” definidos no Decreto-Lei n.º 372/2007. Isto significa que são **classificadas como PME** as empresas com menos de 250 trabalhadores cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros. De entre estas, e de forma mais detalhada, **classificam-se como microempresas** as unidades com menos de 10 trabalhadores e um volume de negócios inferior a 2 milhões de euros; **como pequenas empresas** aquelas que têm menos de 50 trabalhadores e um volume de negócios inferior a 10 milhões de euros; e as restantes como médias empresas (IAPMEI, 2008).

Pelas suas características as PME são também os agentes produtivos que sentem maiores dificuldades na obtenção de recursos, e gestão dos mesmos, que lhes permitam conceber e implementar projectos de investimento, que levem ao desenvolvimento e crescimento sustentado da actividade empresarial.

O presente estudo centra-se nas PME da Beira Interior, visto ser uma zona economicamente desfavorecida, evidenciando-se a importância do investimento projectado e da sua sustentabilidade. Assim, torna-se pertinente investigar como é que as empresas desta região investem para diversificar/expandir a actividade e dar continuidade ao seu negócio. A escassez de estudos sobre o investimento das PME da Beira Interior, torna o tema do presente estudo inovador, cujo estudo poderá trazer um contributo positivo a esta região e poderá revelar-se útil para posteriores investigações.

Um inquérito às escolhas financeiras de 170 das 500 maiores empresas da Região Centro de Portugal revela que no topo das preferências das empresas inquiridas quanto à investigação académica em finanças surge a análise financeira e a avaliação de projectos de investimento, quando, segundo o autor, a investigação académica se tem preocupado mais com os mercados financeiros, fusões, derivados ou dividendos, que surgem nos últimos lugares das preferências dos inquiridos (Martins, 2002).

Sendo as PME um vector essencial da actividade produtiva e com um papel importante no processo da evolução da economia, as decisões de investimento que se propõem realizar nos diferentes estádios do ciclo de vida surgem como pontos chave do movimento da economia, sendo pertinente analisar a importância que as decisões de investimento têm para as PME. Mostra-se, por isso, relevante analisar a importância da dimensão dos investimentos das empresas e a tomada correcta de decisões, para que sejam seleccionados os projectos que contribuam para maximização do valor da empresa (McMahon et al., 1993).

Este tema é tanto mais importante, quanto maior for a preocupação que prevalece no contexto das PME, essencialmente com o risco de continuidade da empresa ou falência desta. Este eleva-se para estas empresas (PME), sobretudo quando não dispõem de capitais próprios suficientes para contrabalançar os prejuízos que as afectem no decurso dos projectos de investimentos empreendidos, quando não dispõem de uma estrutura

adequada de activos ou não conseguem contrair endividamento adequado às necessidades decorrentes do projecto de investimento.

Apresentam-se assim razões suficientes que justificam a investigação proposta e que a tornam relevante e actual.

1.3 Breve exposição dos objectivos da investigação

O presente estudo tem como objectivo principal **investigar o relacionamento entre o dimensionamento dos investimentos e o sucesso das PME**. Além deste objectivo principal, pretende-se, também, saber em que medida alguns princípios das abordagens teóricas das decisões de investimento orientam as PME na tomada deste tipo de decisões, bem como, **identificar quais os factores que influenciam os empresários/gestores das PME a optarem por uma determinada dimensão de investimento** em detrimento de outra. Coloca-se, ainda, como objectivo investigar a **importância das instituições de crédito³, na análise prévia, decisão de financiamento e acompanhamento do investimento**, e qual a implicação que a sua intervenção tem no sucesso do mesmo.

³ O Banco de Portugal define **instituições de crédito** como sendo as empresas cuja actividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis, a fim de os aplicarem por conta própria mediante a concessão de crédito, englobando: Os bancos; As instituições financeiras de crédito; As instituições de crédito hipotecário; As sociedades de investimento; As sociedades de locação financeira; As sociedades de *factoring*; As sociedades financeiras para aquisições a crédito; As sociedades de garantia mútua.

1.4 Estrutura global da dissertação

A investigação apresentada divide-se em duas partes: Parte I e Parte II.

Na Parte I faz-se o enquadramento do problema que se pretende estudar e apresenta-se a sua justificação e relevância. É feita uma breve exposição dos objectivos da investigação e apresentada a estrutura da dissertação. Nesta parte é efectuado o enquadramento teórico das PME na economia da Região Centro, são abordadas as fragilidades financeiras das PME, bem como as suas fontes de financiamento. É feita a revisão teórica, no seio das PME, no que respeita às decisões de investimento, abordando-se a questão do investimento num contexto de incerteza, instabilidade e irreversibilidade, bem como as formas de financiamento do mesmo. São ainda abordadas as técnicas quantitativas usadas para avaliação do investimento e as particularidades das PME que afectam a tomada de decisão neste âmbito. Ainda na primeira parte é abordada, numa perspectiva teórica o papel da instituição de crédito no investimento das PME, as assimetrias de informação e o acesso ao crédito por parte das PME, a importância da análise efectuada pela instituição de crédito e acompanhamento do projecto de investimento.

Na Parte II é apresentado o estudo empírico realizado com base no estudo de caso. São apresentados os objectivos e questões da investigação, o seu objectivo genérico e específico e as questões específicas da investigação. É apresentada a metodologia seguida, definida a unidade de análise e a selecção da amostra, são definidas as variáveis da investigação e recolhidos os dados para o estudo de caso. De seguida é apresentada a descrição dos estudos de caso para as empresas seleccionadas. **Segue-se uma avaliação de diagnóstico dos casos, com análise comparativa das variáveis da investigação e confronto com os objectivos e questões da investigação.** No último ponto da dissertação, são apresentadas as conclusões finais de todo o trabalho realizado, as limitações encontradas e adiantadas algumas sugestões de investigação futura.

2. AS PME NA ECONOMIA DA REGIÃO CENTRO E AS FRAGILIDADES FINANCEIRAS

2.1 *A importância das PME no seio de regiões desfavorecidas*

Uma característica comum às economias europeias é o facto de as PME se assumirem como um pilar das suas estruturas empresariais. E Portugal não constitui excepção a esta regra. Efectivamente, as **PME são perfeitamente dominantes na estrutura empresarial nacional. Portugal não é um país homogéneo**, pelo contrário as suas regiões têm diferentes níveis de desenvolvimento sócio-económico. A variação territorial, em termos de população residente e recursos humanos, de actividade produtiva e inovação, dotação de infra-estruturas, equipamentos e acessibilidades, em sentido lato, mostra-nos um país fortemente litoralizado com duas áreas metropolitanas polarizadoras (Lisboa e Porto) e, no outro extremo, um vasto território fronteiriço caracterizado pela baixa densidade demográfica, dispersão do sistema de povoamento e falta de recursos humanos qualificados.

De acordo com Guerra (2000), verifica-se em Portugal uma crescente concentração espacial na localização das empresas, que passam por uma afirmação progressiva das duas grandes metrópoles litorais: a primeira estruturada em torno do eixo Braga/Porto/Aveiro e a segunda em torno do eixo Leiria/Santarém/Lisboa/Setúbal. Ainda segundo Guerra (2000, p. 68):

“são estas duas áreas metrópoles e suas áreas de influência, que mobilizam o grosso dos recursos nacionais e concentram as infra-estruturas, as instituições empresariais e outras (...) mas que por insuficientemente centrípetas, não se têm revelado com potência bastante para integrar o resto do país nas suas próprias dinâmicas”.

Costa (2000, p.577) evidencia a contribuição das microempresas para o desenvolvimento das regiões em:

“criação de emprego e de coesão social, flexibilidade aos ajustamentos sectoriais, criação e difusão de inovação, minimização da eficácia de barreiras à entrada, desenvolvimento local e competitividade territorial”.

Assim, é de especial importância em qualquer região, em particular naquelas que são afectadas por condições geográficas que dificultam as actividades económicas condicionando o seu desenvolvimento económico e social, criar instrumentos que promovam o espírito empresarial local, permitindo a correcção das assimetrias de desenvolvimento regional. Daí que as PME, e em especial as micro e pequenas empresas, adquirem especial importância, em termos regionais, nos distritos que sofrem mais do efeito da interioridade.

2.2 As fragilidades financeiras das PME

Segundo Matias (2006) as PME apresentam, de um modo geral, uma estrutura financeira com uma dupla característica: fraca dotação em capitais próprios ao nível das actividades correntes e de investimento e um sobredimensionamento do passivo de curto prazo em relação ao de longo prazo, o que gera uma forte pressão sobre a tesouraria das empresas, propiciando situações de incumprimento de obrigações contratuais e minando a credibilidade das empresas no mercado.

Binks e Ennew (1997) referem que a fraca transparência e fiabilidade da informação contida nos documentos contabilísticos não facilita o estabelecimento de relações de confiança com as instituições de crédito (IC) que, face à assimetria de informação, lhes impõem prémios de risco relativamente mais elevados e uma preferência estrita pelo crédito de curto prazo, em detrimento do crédito de longo prazo (com maior risco associado). Torna-se por, esse facto, um ciclo difícil de quebrar.

De acordo com os trabalhos de investigação de Walker (1989), Keasey e McGuinness (1990), Jones et al. (1993), Mateus (2004) e Beck et al. (2004), os bancos também evidenciam dificuldades na análise do crédito para financiar novos projectos, dada a

fraca disponibilização de elementos de suporte à análise⁴ e considerável risco associado ao novo projecto, e acabam por agravar a relação de dependência entre a nova PME e o banco. Este problema nota-se principalmente quando se trata de empresas jovens ou inovadoras em que o financiador tem pouca informação sobre o empresário (normalmente com uma experiência prévia de gestão ainda muito limitada) ou sobre as potencialidades de produtos, mercados ou processos e tecnologias que não têm também um historial conhecido e acompanhado. As empresas recém-criadas vêm portanto o recurso ao capital alheio limitado ao crédito de fornecedores e às fontes de capital informais (sócios, amigos e familiares). No entanto, teoricamente, existem alternativas de financiamento para as PME, conforme se vai expor no ponto seguinte.

2.3 As fontes de financiamento das PME

Segundo a teoria do trade-off estático (Baxter, 1967; Kraus e Litzenberger, 1973; Scott, 1976; Kim, 1978), é possível estabelecer uma relação óptima entre os capitais próprios e os capitais alheios determinada pelo ponto de igualdade entre o valor actualizado dos benefícios fiscais e o valor actualizado dos custos de falência associados ao endividamento.

A teoria das preferências hierárquicas (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984) defende que as empresas não procuram uma estrutura óptima de capitais. A explicação teórica mais sólida da teoria das preferências hierárquicas baseia-se nos problemas de informação assimétrica, presente entre os gestores e os potenciais financiadores de capitais externos, que limitam o recurso a este tipo de fontes de financiamento, sendo que as empresas tendem a adoptar uma ordem de preferência na escolha das fontes de financiamento. Para os autores desta teoria, os gestores preferem financiar as empresas com fundo gerados internamente e, na ausência ou ineficiência destes, recorrerão a endividamento alheio, com destaque no caso das PME para o financiamento bancário, de acordo com Schnabel (1992), numa reformulação do modelo de Myers e Majluf

⁴ Binks e Ennew (1997) concluem que a redução das restrições ao financiamento enfrentadas pelas PME depende da existência de um fluxo de informação de ambos os lados do contrato de financiamento: financiador - banco e financiado - empresa. Dado que o banco tem de perceber como os mercados e a empresa funcionam (para avaliar correctamente o seu risco e definir a estrutura e a protecção adequados ao financiamento, que por sua vez também deverá corresponder às necessidades sentidas), a empresa por seu lado deve fornecer ao banco informação fidedigna, apropriada e actualizada.

(1984). O crédito bancário é portanto a fonte externa de financiamento prioritária das PME.

Com base em estudos realizados por Crutchley e Hansen (1989) e Jensen et al. (1992) conclui-se que num grande número de PME os gestores são os próprios proprietários, verificando-se uma interdependência entre a concentração da propriedade do capital e as decisões de financiamento da empresa. Assim, as empresas de menor dimensão, em que se verifica concentração da propriedade de capital num número mais reduzido de indivíduos (também gestores da empresa), recorrem menos a capital alheio para limitarem o risco financeiro e a probabilidade de falência da empresa, financiando as suas necessidades com base em lucros gerados e não distribuídos pela empresa.

Feeney e Riding (1998) demonstraram, num estudo que efectuaram, que as pequenas empresas seguem a teoria das preferências hierárquicas, no recurso a financiamento externo, reflectindo as preferências dos empresários e/ou gestores. Estas apresentam-se relacionadas com a vontade de preservar a autonomia e o controle das empresas, implicando a rejeição do crescimento da empresa.

Esta atitude dos empresários e/ou gestores face ao recurso a fontes de capital próprio externas contribuiu para a forte dependência das PME em relação ao endividamento, sendo que as modalidades de financiamento bancário mais utilizadas permitem ao empresário manter a autonomia do controlo da empresa, uma remuneração independente do sucesso da empresa e uma interferência muito limitada por parte dos financiadores externos conforme demonstrado no estudo efectuado por Holmes e Kent (1991).

Refere Matias (2006) que somente quando atingem os seus limites é que as empresas equacionam a possibilidade de recorrer a outras fontes de financiamento, caracterizadas normalmente pela desintermediação bancária, designadamente a emissão de papel comercial, obrigações ou acções, alternativas a que geralmente apenas as grandes empresas têm acesso. Deste modo, é compreensível a persistente e quase irreversível dependência estrutural das PME em relação ao endividamento bancário.

Da revisão bibliográfica conclui-se que a função financeira das PME é muito influenciada pela sua pequena dimensão e propriedade familiar, assim se

explicando também o reduzido capital próprio inicial, a não disponibilização de informação sobre as actividades realizadas e a relutância em aumentar o seu capital nos mercados de capitais. **Verifica-se também que, quanto mais pequena é a empresa, menor é a afectação de capitais próprios ao negócio, tornando-se portanto mais dependente de capitais alheios.**

Estudos efectuados por Ang (1991) e Berger e Udell (1998) sobre o ciclo de vida da empresa, concluem que para cada um dos estádios há um conjunto apropriado de fontes de capital para o financiamento das pequenas empresas. Faz sentido, por isso, delinear-se um ciclo financeiro na vida das PME, na medida em que as necessidades e as tomadas de decisão de financiamento se modificam à medida que a empresa cresce em experiência e se torna menos opaca em termos de informação divulgada. As empresas menores, mais jovens e com menos divulgação de informação, por vezes ficam condicionadas ao financiamento com recursos dos próprios empresários, de familiares e/ou amigos e crédito de fornecedores e de investidores informais. O acesso a um número mais vasto de fontes capital, bancos e a outras instituições financeiras, é mais fácil para empresas em estádios de evolução mais avançados (Ang,1991; Berger e Udell, 1998).

Ao longo do ciclo de vida as PME usam diferentes fontes de financiamento, o que pode ser explicado com base na assimetria de informação e na teoria das preferências hierárquicas. As imperfeições do mercado de crédito, gerando problemas de selecção adversa e problemas de acaso moral provocam limitações e/ou más condições no acesso a capital alheio, sendo seleccionado apenas após o esgotamento dos fundos internos (Berger e Udell, 1998).

Os problemas financeiros característicos de cada estádio do ciclo de vida das PME foi objecto de estudo de Walker (1989), concluindo que à medida que as PME avançam nos estádios do ciclo de vida adquirem acesso a novas formas de financiamento de curto e de longo prazo, tendo possibilidade de participar num segmento do mercado financeiro mais alargado. Este investigador elaborou um modelo que se baseia na evolução no recurso a fontes de financiamento à medida que as PME evoluem ao longo dos quatro estádios do ciclo de vida:

O **estádio I**, designa-se por estágio de “**nascimento**” (*start-up*), engloba as PME com um período de vida compreendido entre 0 a 4 anos e a principal meta da empresa é a sua sobrevivência. A sua principal fonte de financiamento suporta-se em recursos financeiros dos empresários, amigos e/ou familiares. As PME podem, também, obter algum crédito de fornecedores e financiamento de bancos sob a forma de descoberto bancário e de empréstimos.

No **estádio II**, designado por estágio de “**desenvolvimento/crescimento**”, as PME recorrem a fontes de capital externas, para além do financiamento com base nos fundos pessoais dos empresários e nos lucros retidos. A principal fonte de capital alheio são os bancos. No que se refere ao capital próprio externo, as fontes principais baseiam-se nos investidores informais, já que as sociedades de capital de risco e os investidores dos mercados oficiais de cotação não são atraídos pelo investimento nas PME mais jovens. Neste estágio, as principais metas destas empresas são a sua sobrevivência e a obtenção de lucro que assegure o seu crescimento.

O **estádio III** designa-se por estágio de “**consolidação**” e inclui as PME que já adquiriram reputação junto dos financiadores, com carteira de clientes relativamente estável, assim como alguma estabilidade financeira. As empresas neste estágio têm mais facilidade de obter crédito junto de bancos, podendo algumas delas realizar a sua primeira oferta pública de ações, para financiamento da sua expansão. As principais metas da empresa consistem na maximização do lucro e no incremento da taxa de rendibilidade sobre o investimento.

No **estádio IV**, designado “**maturidade**”, as PME normalmente apresentam-se constituídas sob a forma jurídica de sociedade por quotas ou de sociedade anónima e tendencialmente passaram por mais de uma geração de empresários. A sua principal meta é o crescimento, expansão da quota de mercado e outras metas que estão para além da maximização do lucro e da taxa de rendibilidade sobre o investimento. Neste estágio, as PME têm acesso a quase a todos os segmentos do mercado de capital alheio e do mercado de capital próprio, embora algumas delas não tenham acesso a mercados idênticos aos das grandes empresas.

Outros autores, como Hutchinson e Ray (1983) elaboraram um modelo mais específico quanto às fontes de capital às quais as PME têm acesso, em cada um dos estádios do ciclo de vida. Definiram cinco estádios para o ciclo financeiro da vida das PME:

No **estádio de “criação”** (*start-up*), as PME financiam-se sobretudo com recursos pessoais dos empresários que, por vezes, poderá levar a situações de subcapitalização, devido à limitação da riqueza pessoal destes últimos, podendo ser confrontadas com problemas de liquidez, sobretudo, nos primeiros anos de vida, em que obtêm *cash flows* negativos, conforme é demonstrado no estudo de Hunsdiek (1985).

O **primeiro estágio de “crescimento”** é o estágio que abrange as PME rentáveis que aumentaram o seu capital inicial com os lucros gerados e retidos na empresa. Poderá ainda verificar-se o investimento adicional de recursos pessoais dos seus proprietários. As PME recorrem ao crédito de fornecedores, ao descoberto bancário e a empréstimos bancários. As empresas com um crescimento mais rápido, experimentando problemas de liquidez, para continuar a sustentar o crescimento, são obrigadas a recorrer a sociedades de leasing, ao sistema de *factoring* para recuperação antecipada das dívidas de clientes, ou a capital alheio de longo prazo junto de instituições financeiras.

O **segundo estágio de “crescimento”** é um estágio intermédio de crescimento, no qual as PME podem ser afectadas pelo *gap* de financiamento, ou seja, pelo problema de limitação no acesso a fontes de financiamento, pois ainda não estão inseridas no mercado de acções. Neste período, as PME que continuam a crescer podem defrontar-se com graves problemas, já que os encargos financeiros associados ao capital alheio de longo prazo podem tornar a empresa vulnerável quer a variações do lucro quer a variações da taxa de juro.

No **terceiro estágio de “crescimento”**, a empresa já não é de pequena dimensão, procurando a adesão ao mercado de títulos para obter financiamento através da emissão de acções e de obrigações. Além dos custos associados ao processo para atingir cotação, os empresários têm de suportar o custo correspondente à redução ou à perda total do controle da empresa, devido à abertura do capital a investidores externos.

No **estádio de “maturidade”**, as limitações no acesso a fontes de financiamento pela empresa deixam de constituir um problema, no entanto as dificuldades podem residir na

tentativa de otimização da riqueza dos accionistas, bem como em conseguir manter a rendibilidade do investimento.

O **estádio de “declínio”** corresponde ao estágio em que as PME começam a verificar uma diminuição da rendibilidade do investimento, podendo entrar em liquidação se não tomarem as medidas necessárias para contornar este problema.

Para Ang (1991), as PME atravessam vários estádios ao longo do ciclo de vida, até se tornarem empresas de grande dimensão. Para este autor, no estágio de criação das PME, as principais fontes de capital baseiam-se nos recursos pessoais dos empresários e nos de amigos e/ou família dos empresários.

No estágio seguinte, as PME recorrem a algum crédito bancário, por isso começam a ser implementados esquemas de vigilância sobre as acções da gestão destas empresas. Estas têm incentivos para adquirirem reputação, estabelecendo repetidas negociações com um número reduzido de bancos. As soluções encontradas para a resolução de potenciais problemas de agência e de informação assimétrica baseiam-se, na exigência de garantias sobre os activos da empresa ou até mesmo, sobre os bens pessoais dos empresários. Nas situações em que as pequenas empresas conseguem obter capital das sociedades de capital de risco, estas, frequentemente, financiam as PME por fases, reduzindo os incentivos das pequenas empresas para a tomada de acções que prejudiquem os interesses das sociedades de capital de risco (Ang, 1991).

Da revisão bibliográfica conclui-se, portanto, que excepto nas fases de criação e início de actividade, o financiamento bancário assume um papel primordial nos restantes estádios de evolução da PME.

Face às dificuldades sentidas pelas PME no acesso ao financiamento adequado, e particularmente nas primeiras fases do ciclo de vida, o sector público e o sector privado têm diligenciado no sentido de tomar medidas que permitam a partilha de riscos.

Nesse contexto têm vindo a ser dinamizadas outras **fontes de financiamento complementares** do financiamento bancário:

- **O sistema de garantia mútua** visa, através da prestação por parte de Sociedades de Garantia Mútua (SGM) de garantias financeiras, apresentar maior

força negocial junto das instituições financeiras, assegurando assim melhores condições de financiamento, com prazos mais adequados e menores encargos financeiros; permite ultrapassar dificuldades de prestação de garantias habitualmente exigidas: no âmbito de um pedido de financiamento bancário; em candidaturas a concursos públicos para obras ou fornecimentos; no âmbito de uma candidatura a sistemas de incentivos, para permitir o pagamento à empresa dos subsídios aprovados (IAPMEI, 2009).

- **Os subsídios ao investimento** integrados nos programas financeiros de apoio às PME, desenvolvidos pela União Europeia, assumem a forma de ajudas directas ou indirectas.
- **O capital de risco.** Uma operação de capital de risco consiste na tomada de uma participação minoritária (temporária) no capital social de uma empresa, assegurando suporte financeiro ao seu desenvolvimento. O objectivo da Sociedade de Capital de Risco é a valorização da empresa, para que a sua participação possa, a médio/longo prazo, ser alienada por um preço compensador. Forma de financiamento da actividade empresarial, através de capitais próprios, com um horizonte de médio e longo prazo, mediante a entrada de um sócio, normalmente minoritário, mas empenhado no sucesso da empresa que, por isso, acompanhará de forma activa, vocacionada para o apoio a empresas sem acesso ao mercado de capitais, com relevo para as PME (IAPMEI, 2009).

Mark van Osnabrugge (1998), conforme a Figura 1 que se apresenta em seguida, considera que o capital de risco é importante a partir da fase de *start-up*. Contudo, o modelo de análise dos autores é aplicado num contexto de financiamento das empresas dos Estados Unidos e cuja aplicabilidade ao contexto português tem limitações, nomeadamente, no caso dos *Business Angels*⁵ que parecem assumir fraca importância para o financiamento das PME portuguesas.

⁵ *Business Angels* são investidores individuais que investem, directamente ou através de sociedades veículo, no capital de empresas com potencial de crescimento e valorização. Além do investimento monetário, aportam também aos projectos empresariais conhecimentos técnicos ou de gestão bem como redes de contactos.

FIGURA 1 Em que fases o capital de risco é útil?



Fonte: Mark van Osnabrugge, University of Oxford, "Comparison of Business Angels and Venture Capitalists", Julho 1998.

Contudo, receio da intromissão de parceiros externos na gestão das empresas pode ser uma das explicações para o facto das PME, e em particular as micro e pequenas empresas (MPE), ainda recorrerem em primeiro lugar ao crédito, o que indicia a existência de resistências no meio empresarial em relação a parcerias de Sociedade de Capital de Risco e *Business Angels*.

3. O INVESTIMENTO NO SEIO DAS PME

3.1 *O investimento*

3.1.1 *Decisões de investimento*

O objectivo de maximização do valor da empresa norteia a tomada de decisão nas empresas. Contudo, numa perspectiva de curto prazo, os gestores centram-se na maximização do lucro. O lucro é necessário para atrair os capitais exigidos por uma empresa em funcionamento e expansão. Aos gestores compete angariar meios necessários para obter lucro suficiente para manter ou aumentar o valor de mercado do investimento dos accionistas (Gray e Johnston, 1977). Todavia, optar por investimentos em ambientes económicos instáveis requer estudos preliminares para imergir em cenários de risco. Nesta conjectura é preciso seleccionar activos, que provavelmente venham a oferecer benefícios financeiros futuros compensadores, isto é, que proporcionem um valor maior que o seu custo.

As decisões de afectação de capital inserem-se no âmbito do planeamento das empresas, como projecções dos planos futuros dos empreendimentos. Assaf Neto (1997) menciona que os investimentos são compromissos da empresa com o futuro. A utilização do planeamento estratégico para decisões de investimento evita montantes excessivos ou inadequados de recursos, assim como consequências derivadas da capacidade ociosa dos activos, ou da perda de mercado pela insuficiência de oferta de produtos.

Assaf Neto (1997) comenta que, em consonância com os objectivos empresariais, a aceitação de um investimento deve orientar-se para a maximização da riqueza dos accionistas, que é equivalente à maximização do valor da empresa. Cada investimento deve ser comparado com o desempenho económico esperado da proposta de avaliação, com a taxa de retorno exigida pelos proprietários e a enunciada pelo mercado. As decisões de investimento são tomadas em ambientes que envolvem risco, sendo que ao optar-se por um investimento, está a projectar-se determinado retorno, avaliado pelo fluxo de caixa a ser realizado no futuro. Nesse aspecto, os projectos de investimento

mostram-se atractivos quando a taxa de retorno esperado do investimento exceder a taxa de atractividade requerida para a colocação de capital.

A continuidade da empresa requer que o valor económico dos bens e serviços gerados (receitas) seja suficiente para repor, no mínimo, o valor económico (custos) dos recursos consumidos para a realização de suas actividades. Para que os gestores possam tomar decisões de investimento, que conduzam à eficácia empresarial, necessitam de informações tempestivas, revestidas de significância e que evidenciem a realidade das organizações (Pereira, 2001).

3.1.2 Incerteza, instabilidade e irreversibilidade do investimento

Os desenvolvimentos mais recentes da discussão teórica sobre o investimento passaram a englobar uma nova componente da variação no investimento: a irreversibilidade do investimento. Esta noção, introduzida por Arrow (1968), implica que, em condições de incerteza, a irreversibilidade do investimento representa custos adicionais já que o capital, uma vez afectado, não pode ser usado numa actividade diferente.

O investimento e consequente aumento da capacidade produtiva elevam as hipóteses de que a empresa, no futuro, possa encontrar-se numa situação de excesso de capital aplicado em investimento, tornando difícil o desinvestimento em virtude do seu alto custo. Para Schmidt-Hebbel et al. (1994) estes factores cruciais pertencem à chamada nova abordagem de opções (“option approach”) que encara uma oportunidade de investimento como uma opção de compra de recursos em diferentes momentos no tempo, balanceando o valor da espera com o custo de oportunidade (em termos de expectativas de retorno) do adiamento das decisões de investimento.

A decisão de investir num ambiente de incerteza envolve o exercício de uma opção – a opção pela espera de novas informações. A perda dessa opção deve ser considerada parte do custo de oportunidade do investimento. Este custo de oportunidade pode ser substancial e também é sensível ao grau de incerteza prevalecente sobre os retornos do investimento. Bernanke (1983), por exemplo, afirma que em projectos individuais irreversíveis, os agentes devem tomar decisões de investimento que levem em conta o

“trade-off” entre retornos extras por assumir o compromisso cedo e o ganho pela espera de maiores informações. Assim, o investidor deve decidir não apenas em qual projecto investir, mas também qual o melhor momento no tempo para assumir o compromisso do investimento. Como a decisão de investimento é irreversível, esta só será tomada, segundo o autor, com a redução da incerteza de que as circunstâncias possam mudar a seguir à realização do mesmo.

Uma importante implicação dessa visão é que a estabilidade do ambiente económico é fundamental para os investimentos privados. Como as crises políticas e económicas geram incerteza, podem levar à redução dos investimentos privados, dependendo do grau de aversão ao risco das empresas e da maior ou menor discrepância nos lucros esperados.

Além disso, para Schmidt-Hebbel et al. (1994), a instabilidade política pode afectar negativamente o investimento, pois mudanças políticas podem envolver alterações no sistema de incentivos com uma redefinição das “regras do jogo” (legislação e direitos de propriedade, por exemplo), que podem exercer um impacto adverso sobre o investimento. Uma estrutura de incentivos estável, por outro lado, associada a um ambiente macroeconómico propício, pode ser relevante para as decisões de investimento.

3.1.3 Decisões de investimento e decisões de financiamento

As decisões de investimento dizem respeito à selecção e combinação de activos pelo gestor da empresa, que deverá procurar níveis otimizados de cada um deles, identificando o momento da aquisição, substituição e liquidação (Gitman, 2002). Estas decisões devem ser compreendidas com base na própria estrutura de investimento, que determina que existam investimentos em activos circulantes e activos permanentes.

Os activos circulantes são definidos como sendo investimentos de curto prazo, enquanto os activos permanentes estão relacionados com decisões de investimento de longo prazo, uma vez que estes requerem um período de maturidade maior e consequentemente de retorno.

Uma das decisões mais difíceis de ser tomada pelos gestores das empresas é a de investimento de longo prazo. Por envolver aplicações consideráveis de fundos, em grande parte irreversíveis, os investimentos de longo prazo representam um compromisso da empresa com determinada linha de acção. O seu retorno é sempre incerto, pois depende de eventos futuros, não totalmente controláveis pela administração da empresa (Gitman, 2002).

Os investimentos de longo prazo mais significativos costumam ser em capital fixo (Gitman, 2002), ou seja em activos imobilizados, como imóveis, instalações e equipamento. De acordo com Gitman (2002) esses activos muitas vezes são denominados activos rentáveis, pois geralmente fornecem a base para geração de lucro e valor à empresa.

Em função da sua importância, não só para a empresa, como para a economia no seu todo, o investimento de longo prazo recebeu sempre uma atenção especial na literatura de finanças empresariais. Uma questão bastante debatida nos anos 60, 70 e início da década de 80 foi a relação entre o investimento e o financiamento às empresas.

A discussão sobre o papel do financiamento nas decisões de investimento empresarial intensificou-se no final da década de 80 com o importante trabalho de Fazzari et al. (1988).

Fazzari, et al. (1988) para analisarem o comportamento do investimento de empresas americanas **consideraram o papel dos fundos internos através da introdução da variável fluxo de caixa** em três diferentes modelos: neoclássico, q de Tobin e Acelerador. Os autores agruparam a amostra de empresas, classificando-as segundo a intensidade de pagamento de dividendos aos accionistas, concluindo que o fluxo de caixa, significativo para todos os modelos, foi mais sensível para as empresas classificadas como empresas de baixo pagamento de dividendos. **Do resultado encontrado os autores inferiram a existência de uma relação monotonicamente crescente entre a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa e o grau de restrição de crédito**, ou seja, a sensibilidade do investimento à disponibilidade de recursos internos aumentaria com o grau de restrição financeira da empresa.

Para **Kaplan e Zingales (1997)**, uma empresa é considerada restringida financeiramente se os custos ou a disponibilidade de fundos externos impedem a empresa de realizar novos investimentos que ela teria escolhido se estivessem disponíveis recursos internos.

Já para **Bond e Reenen (2002)**, uma empresa encontra-se financeiramente restringida se um aumento inesperado na disponibilidade dos seus recursos internos provocar um aumento nos gastos com investimentos, sem que este aumento proporcione qualquer tipo de informação sobre o potencial de lucratividade futura. Nesse sentido, a presença do fluxo de caixa como uma variável estatisticamente significativa na determinação da equação do investimento não é suficiente para caracterizar uma empresa como financeiramente restringida, já que esta variável poderia sinalizar um potencial de rentabilidade futura.

No estudo de **Hoshi et al. (1991)** sobre o comportamento do investimento das empresas japonesas, concluíram **que aquelas com relacionamento mais próximo com bancos suportavam menores restrições quanto aos seus fluxos de caixa**. O objectivo dos autores foi avaliar para o Japão a importância dos recursos internos das empresas nas decisões de investimento, procurando avaliar se a liquidez é mais relevante como determinante do investimento para as empresas independentes do que para as empresas com um vínculo bastante íntimo com os bancos. A conclusão do estudo foi que a liquidez é mais importante para as empresas independentes do que para as associadas aos bancos. Assim, as primeiras são mais sensíveis às variações da sua liquidez do que as últimas.

Neste sentido, e de acordo com Fazzari et al. (1988), a variável fluxo de caixa mostra relevância na explicação do investimento, principalmente para as empresas mais susceptíveis ao racionamento de crédito devido à assimetria de informação. Fazzari et al. (1988) não foram os únicos autores a demonstrar esta relação. Kaplan e Zingales (1995) e Hoshi et al. (1991), também obtêm uma relação positiva entre estas variáveis.

A hipótese da existência de independência entre as decisões de financiamento e de investimento é então colocada de parte, provando-se que existe relação entre a estrutura de capitais de uma empresa e as decisões de investimento, revelando a existência de sensibilidade entre variáveis financeiras (como o endividamento e o fluxo de caixa) e investimento.

Além de questões relativas à importância do autofinanciamento, ou fluxo de caixa, nas decisões de investimento, um outro tema muito questionado é a ausência do custo de capital de forma explícita na equação do investimento. A explicação para esse resultado seria que as taxas de juros geralmente afectam as decisões de investimento de forma indirecta, através de canais de crédito. Bernanke e Gertler (1995) argumentam que os canais de crédito não devem ser considerados como um mecanismo de transmissão monetária, mas sim como um conjunto de factores que ampliam e propagam os efeitos da taxa de juro. Os efeitos de uma política monetária restritiva nas decisões de investimento ocorreriam com uma certa distância temporal. **Outros estudos empíricos têm também mostrado que a taxa de juro tem pouca influência sobre as decisões de investimento** (Eisner e Nardiri, 1962, Eisner, 1969, Blinder e Maccini, 1991 e Bernanke e Gertler, 1995).

3.2 *As técnicas quantitativas de avaliação do investimento*

As técnicas de avaliação de investimentos podem distinguir-se basicamente em duas categorias: as técnicas empíricas e as técnicas científicas. A diferença principal entre elas deve-se ao facto de apenas as técnicas sofisticadas procederem à actualização dos *cash flows*⁶ do projecto de investimento, para efeitos da sua avaliação económica (Freeman e Hobbes, 1991; Menezes, 1995).

No âmbito das técnicas científicas, as técnicas de avaliação de investimentos que têm merecido maior atenção por parte dos investigadores são o valor actualizado líquido (VAL), a taxa interna de rentabilidade (TIR) e o período de recuperação actualizado. Estes critérios exigem uma taxa de juro para actualização das séries de recebimentos e de pagamentos gerados pelo projecto de investimento ao longo do seu período de vida, acabando por determinar as decisões tomadas com base no seu emprego (Menezes, 1995; Byers et al., 1996).

O VAL corresponde à diferença entre a despesa inicial do investimento (actualizado, se for caso disso) e o somatório dos *cash flows* de exploração gerados pelo investimento e

⁶ Os *cash flows* de um projecto de investimento dizem respeito aos recebimentos e aos pagamentos gerados pelo projecto, em cada ano da sua vida económica (Menezes, 1995).

actualizados à taxa de juro correspondente ao custo de oportunidade do capital da empresa⁷. O VAL reflecte o montante, o momento temporal e o grau de risco dos *cash flows* esperados do projecto de investimento e, quando assume um valor positivo significa que o projecto de investimento maximiza o valor de mercado da empresa e consequentemente, a riqueza dos accionistas (Walker, 1989; Evans e Langford, 1992; Menezes, 1995).

A **TIR** é outro critério que faz parte das técnicas de actualização dos *cash flows* e corresponde à taxa de actualização para a qual o VAL do projecto é nulo (Menezes, 1995). O critério de período de recuperação actualizado consiste na actualização dos *cash flows* do projecto de investimento, segundo uma taxa de actualização estabelecida pela empresa. Este critério permite conhecer o ano da vida do projecto, em que o somatório dos *cash flows* actualizados iguala o montante dos capitais investidos, sendo então possível conhecer o número de anos necessário para a recuperação do capital investido no projecto.

Nas técnicas empíricas de avaliação de investimento, as técnicas mais referenciadas pelos manuais de gestão financeira são o **período de recuperação simples e a taxa de rendibilidade contabilística**. O período de recuperação simples calcula-se de forma idêntica à do período de recuperação actualizado, mas sem a actualização dos *cash flows* esperados do projecto de investimento. A taxa de rendibilidade contabilística obtém-se com base no cálculo da relação lucro/capital. Nesta, o lucro pode corresponder aos resultados líquidos do exercício ou ao *cash flow* do projecto de investimento (Conso, 1975). O denominador da relação, ou seja o capital, pode assumir o valor bruto ou o valor líquido contabilístico do investimento⁸ (Conso, 1975). A taxa de rendibilidade contabilística pode, ainda, ser calculada com base no lucro médio para um dado período de anos (normalmente, o período de vida do projecto) que é comparado com o montante do capital investido (Brealey e Myers, 1998).

⁷ O custo de oportunidade de capital representa a taxa de remuneração que a empresa obteria pelo investimento do capital na melhor aplicação alternativa possível ao projecto de investimento (Brealey e Myers, 1998).

⁸ O valor líquido do investimento corresponde ao seu valor inicial após deduzidas as amortizações acumuladas até ao ano para o qual se calcula a taxa de rendibilidade contabilística.

A taxa de rendibilidade contabilística pode conduzir à tomada de decisões de investimento diferentes das decisões que seriam tomadas com base no emprego das técnicas dos *cash flows* actualizados. Além disso, a taxa de rendibilidade contabilística não reflecte com exactidão a distribuição dos *cash flows* de um investimento ao longo dos vários anos do seu período de vida (Conso, 1975).

A escolha das técnicas de avaliação de projectos de investimento é importante quando se está perante decisões de investimento, pois podem evitar a escolha de maus projectos que provocam prejuízos à empresa, afectando negativamente a sua rendibilidade (Freeman e Hobbes, 1991; Byers et al., 1996).

3.3 As decisões de investimento nas PME

As PME evidenciam algumas particularidades que parecem influenciar a tomada de decisões de investimento:

- A concentração da propriedade do capital num número reduzido de indivíduos torna permissível que a gestão destas empresas seja desempenhada pelos empresários das PME (McMahon et al., 1993);
- O nível de formação académica dos empresários das PME impossibilita o entendimento correcto das técnicas de actualização dos *cash flows*, assim como os benefícios que as decisões de investimento tomadas com base no emprego de tais técnicas poderiam ter para o valor da empresa, num horizonte temporal de longo prazo (McMahon et al., 1993);
- Frequentemente, os empresários das PME centram a sua atenção na sobrevivência da empresa e tentam que esta atinja um lucro satisfatório, afastando-se o objectivo financeiro relacionado com a maximização do valor de mercado da empresa, cuja quantificação exacta é difícil para a maioria destas empresas, já que não estão cotadas em Bolsa (McMahon et al., 1993).

Grablowsky e Burns (1980), McMahon e tal. (1993), Peel e Wilson (1996) e Arnold e Hatzolpoulos (2000), Danielson e Scott (2006) referem nos seus estudos, que o nível de compreensão e uso de técnicas sofisticadas de avaliação de investimentos é reduzido nas PME, assim como a elaboração de orçamentos de investimento, devido a diversos factores:

- Falta de formação dos elementos da equipa de gestão das empresas e ainda, o facto do recurso a consultores externos ou a contratação de recursos humanos qualificados na área da gestão financeira comportarem custos elevados.
- Algumas das técnicas mais sofisticadas da avaliação de investimentos apenas assumem importância na avaliação de certos tipos de projectos de investimento que se colocam, sobretudo, às empresas de maior dimensão.

Um estudo elaborado por Grablowsky e Burns (1980) sobre o relacionamento entre as técnicas de avaliação de investimentos utilizadas pelas PME americanas e o seu relacionamento com as fontes de financiamento, conclui que a predominância de empréstimos bancários no financiamento das PME e o facto dos bancos serem frequentemente o principal consultor externo destas empresas tiveram repercussões nas decisões de investimento das empresas, nomeadamente sobre os critérios utilizados na avaliação de projectos de investimento. **Os bancos ao atribuírem importância aos níveis de liquidez, em vez de enaltecerem a importância da rentabilidade de longo prazo das empresas, podem levar as PME a basearem a avaliação dos projectos de investimento no período de recuperação, dado este ser um indicador de liquidez.**

As PME que não usam as técnicas dos *cash flows* actualizados tendem a ser aconselhadas pelos bancos e aquelas que não recebem qualquer aconselhamento tendem a não usar qualquer técnica na avaliação de projectos de investimento. Contrariamente, as PME que utilizam as técnicas dos *cash flows* actualizados tendem a ser aconselhadas por indivíduos internos à empresa ou por consultores financeiros externos (Grablowsky e Burns, 1980). Neste sentido, Block (1997) concluiu que as PME mais dependentes do financiamento de bancos, para a realização dos projectos de investimento, tendem a fundamentar as suas decisões de investimento no critério do período de recuperação. Este permite avaliar o grau de liquidez de um projecto de investimento e portanto, a capacidade de reembolso do empréstimo da empresa ao banco.

Um estudo efectuado por Sangster (1993) concluiu que não se verificava um relacionamento negativo entre o uso da taxa de rendibilidade contabilística e a dimensão da empresa, uma vez que este critério foi mais usado pelas grandes empresas do que pelas PME. Conclui ainda que o período de recuperação é o critério mais usado quer pelas grandes empresas, quer pelas PME. Estes resultados traduzem a erosão da influência da dimensão da empresa no emprego dos critérios de avaliação de investimentos. Para este investigador, as empresas empregam com maior frequência as técnicas sofisticadas de avaliação de projectos de investimento, quando fazem maior uso de meios informáticos e quando os seus gestores têm um nível superior de formação académica. Por conseguinte, a variável dimensão da empresa vai perdendo influência no uso das técnicas de avaliação de investimentos pelas empresas.

Wilson e Peel (1996) compararam os resultados da sua investigação com os apurados por Sangster (1993) e concluíram que as PME do seu estudo usam com mais frequência as técnicas dos *cash flows* actualizados, confirmando a tendência para o uso crescente destas técnicas pelas PME. Porém, a facilidade de cálculo e a melhor compreensão do período de recuperação simples e da taxa de rendibilidade contabilística, justificam o seu emprego pelas PME com escassez de recursos humanos especializados na área de gestão financeira, sendo os seus proprietários a assumir todas as funções de gestão e por isso, não dispendo de tempo nem dos conhecimentos necessários para o emprego das técnicas mais sofisticadas na avaliação de investimentos.

Segundo Chen (1995), Brounen, Youg and Koedijk (2004) **as variáveis da empresa**, como a dimensão, o relacionamento entre os gestores e os proprietários do capital, a estratégia, os recursos tecnológicos utilizados, o meio envolvente e a estrutura de capital, **influenciam as empresas relativamente ao tipo de técnicas usadas na avaliação de projectos de investimento**. Estudos efectuados por Grant e Shrivastava (1985) concluem que as empresas de menor dimensão têm um sistema de gestão centralizado na figura do empresário, que toma todas as decisões da empresa, em conformidade com as suas preferências pessoais. Este mesmo investigador conclui ainda, que os empresários das PME usam a intuição e procedimentos subjectivos, para apreciação das várias oportunidades que se colocam à empresa.

As técnicas utilizadas pela gestão das PME também dependem do estágio do ciclo de vida, da idade e do grau de conhecimentos dos seus empresários e/ou gestores. Além disso, os objectivos pessoais destes influenciam de uma forma determinante a gestão das suas empresas. As implicações são várias, nomeadamente, o facto dos empresários das PME poderem prosseguir objectivos pessoais de carácter não pecuniário que são transpostos para as suas empresas (Ámboise e Muldowney, 1988). Existem ainda outros objectivos de carácter não monetário que os empresários das PME podem prosseguir, relacionados com o domínio financeiro da empresa, como por exemplo, a manutenção de níveis satisfatórios de liquidez na empresa, para fazer face aos seus compromissos com terceiros (McMahon et al., 1993).

A moderna teoria financeira orienta as PME no sentido de tomarem as decisões de investimento com base em projectos com VAL positivo, visando a maximização do valor da empresa. Assim sendo, os projectos de investimento não devem ser avaliados com base no critério da rendibilidade contabilística nem na base do critério do período de recuperação simples, uma vez que estes critérios podem implicar a escolha de projectos de investimento que se traduzam em prejuízo do valor económico da empresa (McConnell e Pettit, 1984).

Conclui-se dos estudos efectuados, que a função objectivo destas empresas, quando influenciadas pelos objectivos dos proprietários das PME, não se consubstancia na tradicional meta de maximização do valor de mercado da empresa, postulada pela moderna teoria financeira (McMahon et al., 1993), este resultado não deriva da falta de importância atribuída pelos empresários ao valor das suas empresas, mas sim da dificuldade em operacionalizar o valor de mercado da empresa como um objectivo sobre o qual se centre a atenção e a tomada de decisões dos empresários das PME. Em vez da prossecução do objectivo de maximização do valor de mercado da empresa, coloca-se, em primeira instância, a maximização do lucro contabilístico. Porém, segundo a moderna teoria financeira, o lucro contabilístico não é uma medida do valor da empresa, dado que não capta correctamente o montante, o momento temporal e o risco dos *cash flows* gerados pela actividade da empresa (McMahon et al., 1993).

O uso do critério do VAL é importante na medida em que é o único critério que contempla o valor absoluto da despesa de investimento. Os empresários das PME

podem subestimar a verdadeira despesa de investimento, obtida pelo recurso à sua riqueza pessoal, a lucros retidos, a financiamento junto de amigos e /ou família, o que sobrevaloriza o VAL de um projecto de investimento, implicando a sua aceitação.

Um projecto com um VAL positivo pode não vir a realizar totalmente o seu potencial, porque os proprietários e/ou gestores por falta de formação especializada ou de experiência, sobrestimaram a habilidade técnica e a capacidade ao nível de gestão para lidar com as dificuldades do projecto de investimento. Por isso, este acaba por ser interrompido não chegando ao término do seu período de vida.

A análise de sensibilidade é uma maneira de se mostrar qual o impacto no VAL de um projecto, decorrente da variação de alguns pressupostos que tiveram por base a elaboração do projecto de investimento. Será que o VAL continuará positivo em função das alterações simuladas? Esses procedimentos são importantes para verificar o risco de um projecto mediante a análise de sensibilidade. Observa-se que o risco é medido pela variação. Quanto mais variação ou mudanças existirem no VAL de um projecto, mais arriscado será o investimento.

4. O PAPEL DA INSTITUIÇÃO DE CRÉDITO NO INVESTIMENTO DAS PME

4.1 As assimetrias informacionais e o acesso ao financiamento bancário pelas PME

Conforme referem Petersen e Rajan (1994), num mercado de capitais sem fricções, com livre transferência de informação, os bancos poderiam determinar com precisão todas as acções que um mutuário poderia tomar e portanto os fundos estariam sempre disponíveis para as empresas que apresentassem oportunidades de investimento consideradas de baixo risco e o preço pago pela sua utilização reduzir-se-ia ao custo da sua captação. No entanto, os bancos e as empresas não financeiras operam num mundo de incerteza onde a informação está longe de ser perfeita e de fácil acesso, sem custos. Evidencia-se então a existência de uma relação de agência⁹ entre empresa financiada e banco financiador (Petersen e Rajan, 1994).

Dada a assimetria de informação existente, esta relação decorre envolta em alguns problemas (Ross, 1973), cuja eliminação acarreta custos, designados de agência, sendo particularmente evidentes na relação bancária creditícia em que intervêm proponentes de crédito de reduzida dimensão e tendencialmente mais opacos, nomeadamente PME.

Por sua vez, os bancos estão particularmente atentos ao tipo, à quantidade e à qualidade de informação que é possível recolher e a todos os sinais emitidos pelos proponentes/tomadores de crédito (desde a forma, ao estilo, ao modo como se elabora e comunica a informação até à oportunidade da sua emissão), com base nos quais formulam análises e estabelecem opiniões.

Nos mercados de crédito, a existência de assimetrias da informação revela-se no facto dos proponentes de crédito possuírem uma informação privada e exclusiva, no que se

⁹ Uma relação de agência surge entre duas (ou mais) partes quando uma, designada como o agente, actua em representação ou para a outra parte, designada como o principal, num domínio particular de problemas de decisão (Jensen e Meckling, 1976). O principal delega no agente a propriedade de algo que lhe pertence, pela sua maior vantagem competitiva.

refere às suas características intrínsecas e às características dos seus projectos de investimento, dificilmente transmissível na sua totalidade para o financiador. Esta situação confere-lhes uma vantagem ao delinearem as suas estratégias e tem como consequência a impossibilidade de distinção, por parte dos bancos, entre proponentes de crédito com baixos níveis de risco e proponentes de crédito com elevados níveis de risco (Stiglitz e Weiss, 1981).

McMahon et al. (1993) identificam um *gap* de financiamento que corresponde à situação em que as PME esgotaram as fontes de financiamento internas e fontes de capital de curto prazo externas, enfrentando problemas no acesso a fontes de capital de longo prazo externas.

Estudos empíricos efectuados por Binks e Ennew (1997); Jones et al.(1993), Mateus (2004) e Beck et al.(2004) referindo-se a um o *gap* de financiamento estudaram a perspectiva do lado da oferta de capital, tentando explicar os motivos que levam os financiadores a colocar limitações na disponibilização de capital às PME.

Os estudos efectuados pelos investigadores atrás referenciados demonstraram que as PME nos seus primeiros anos de vida experimentavam maiores dificuldades no acesso a financiamento bancário, devido à alta probabilidade de incapacidade de reembolso, à impossibilidade de prestar garantias adequadas, bem como aos fracos capitais próprios. As PME experimentam dificuldades no acesso a capital externo, desde o momento em que a ideia de negócio se pretende concretizar. Esta dificuldade resulta da escassa informação divulgada acerca da empresa, por isso os financiadores baseiam a tomada de decisões no montante de capital próprio investido e na possibilidade de prestação de garantias por parte das empresas. A incapacidade de responder a estes critérios implica que um grande número de PME não tenha acesso a financiamento externo, obrigando-as a iniciarem a actividade subcapitalizadas. Caso as PME iniciem a sua actividade com insuficiência de capital, ficam sujeitas a uma subcapitalização crónica e em consequência, podem entrar em falência após um curto período de vida.

4.2 A importância da análise efectuada pela Instituição de Crédito

A fim de reduzir os problemas decorrentes da assimetria de informação no mercado de crédito, torna-se importante a adopção por parte dos bancos de técnicas de *screening* (análise) na fase pré-contratual, de análise do processo de crédito, permitindo tornar mais eficiente o processo de selecção dos proponentes de crédito (Ramakrishnam e Thakor, 1984) e, na fase pós-contratual, técnicas de *monitoring* (supervisão e controlo) que se traduzem na colocação em prática de um conjunto de mecanismos tendentes a sancionar o tomador do crédito se a sua gestão se desvia do “óptimo” e dessa forma minimizar os custos de agência.

Quando os bancos financiadores, após o processo de aprovação e formalização do crédito, não conseguem controlar as acções realizadas pelos tomadores de crédito (ou o seu desempenho), surge o problema de risco moral. O desequilíbrio informacional entre financiados e financiadores persiste na fase pós-contratual. O risco moral advém do facto do empresário, após ter garantido os fundos necessários ao seu projecto, poder utilizá-los de uma forma diferente da que foi acordada inicialmente: num projecto mais arriscado, havendo por exemplo a substituição de activo; ou voluntariamente provocando incumprimento, através de uma manipulação das contas da empresa, de forma a que os fluxos gerados pelo projecto sejam inteiramente apropriados pelo empresário e não pelo investidor que o financiou (Scialom, 1999).

Os mecanismos mais comuns destinados a controlar o comportamento do mutuário do crédito passam pela utilização da dívida bancária de curto ou médio prazo para projectos longos, forçando assim à renegociação regular das condições de crédito, o que obriga a empresa a manter um comportamento correcto, se quer manter o seu financiamento com condições razoáveis até ao fim do projecto (Ortiz-Molina e Penas, 2004).

Para reduzir o risco moral, um banco vê-se obrigado a efectuar a monitorização da actividade económica do tomador de crédito. No entanto, quando o banco atomiza a quantidade de Projectos, o que acontece no segmento das PME, a monitorização torna-se mais difícil devido ao excessivo peso relativo dos custos de informação, segundo refere a investigação efectuada por Salloum e Vigier (1999).

Outro tipo de protecção contra os problemas de risco moral surge por via do leasing, que consiste na supressão pura e simples do risco moral, dado que essa modalidade de financiamento permite ao financiador permanecer proprietário do bem e poder recuperar directamente o montante em dívida através do bem financiado, no caso de falência do devedor (Vigneron, 2001).

Sendo uma forma de financiamento com menos risco intrínseco, as IC tendem a financiar projecto de investimento por esta via ainda que de algum modo com prazo menos adequados ao que seria desejável, uma vez que a propriedade do bem “defende” o crédito concedido de eventuais situações de falência. Esta forma de financiamento também se torna mais acessível para as empresas, face à menor exigência de garantias por parte das IC, não requerendo, normalmente, garantias reais associadas ao financiamento e por vezes sem qualquer tipo de garantia ou aval pessoal dos empresários/gestores.

A análise efectuada pelas IC (onde se englobam as empresas de locação financeira) para concessão deste tipo de financiamentos, torna-se mais ligeira pelo facto de existir o conceito de “posse” do bem, relevando, por vezes, a análise da capacidade da empresa poder suportar este acréscimo de financiamento.

PARTE II: ESTUDO EMPÍRICO

5. OBJECTIVOS E QUESTÕES DA INVESTIGAÇÃO

5.1 *Objectivos*

Objectivo genérico

O presente estudo tem como **objectivo principal analisar o relacionamento entre o dimensionamento dos investimentos e o sucesso da empresa.**

Pretende-se, também, saber em que medida alguns princípios das abordagens teóricas das decisões de investimento orientam as PME na tomada deste tipo de decisões, bem como, **identificar quais os factores que influenciam os empresários/gestores a optarem por uma determinada dimensão de investimento** em detrimento de outra e escolha das fontes de financiamento do investimento.

Coloca-se, ainda, como objectivo investigar a **importância do papel da instituição de crédito, na análise prévia, decisão de financiamento e acompanhamento do investimento**, e qual a implicação que a sua intervenção tem no sucesso do investimento.

Objectivos específicos

- Verificar se as características pessoais e as atitudes dos empresários e/ou gestores podem afectar as decisões investimento/ financiamento da empresa.
- Verificar se a dimensão do investimento realizado está de acordo com o projectado.
- Investigar a capacidade de o investimento gerar *cash flows* positivos.
- Verificar o impacto da dimensão do investimento na rentabilidade económica/financeira da empresa.
- Verificar as formas de financiamento do investimento: capital próprio versus capital alheio - Instituição de Crédito (IC) ou outras de financiamento alheio.

- Verificar se houve intervenção activa da(s) IC(s) financiadora(s) (ou seja se houve aconselhamento na fase de análise do plano de negócios e se houve acompanhamento durante a implementação do investimento).

5.2 *Questões específicas da investigação*

Após a definição dos objectivos, formularam-se as questões de investigação:

- As características pessoais dos empresários e/ou gestores das PME influenciam a decisão de investimento e escolha das fontes de financiamento?
- A dimensão do investimento realizado corresponde à dimensão inicialmente projectada para o investimento?
- Verifica-se um relacionamento entre o dimensionamento do investimento e a rentabilidade económica/financeira da empresa?
- Verifica-se um relacionamento entre o dimensionamento do investimento e o financiamento do mesmo?
- Qual o papel da(s) IC(s) na fase de implementação e pós-realização do investimento?

6. METODOLOGIA

6.1 *Procedimentos Metodológicos*

A **definição do problema a ser investigado** é o passo inicial para a execução do trabalho, utilizando-se o método de estudo de caso para a realização de pesquisa exploratória, conceituado por Yin (2001) como uma investigação empírica que estuda um fenómeno contemporâneo dentro do seu contexto da vida real, especialmente quando os limites entre o fenómeno e o contexto não estão claramente definidos.

O estudo de caso pode ser classificado como um dos principais tipos de investigação qualitativa sendo que a relevância desta metodologia de investigação para o presente trabalho centra-se no facto de permitir uma análise qualitativa profunda da unidade empresarial.

Após a identificação do problema de investigação e dos objectivos do estudo realizou-se o **levantamento do referencial teórico**, pois, segundo Yin (2001) o desenvolvimento de uma sólida base teórica é essencial na medida em que o foco do estudo de caso tenha o propósito de testar a teoria.

Na **fase de colecta de dados**, utilizaram-se procedimentos que permitissem trabalhar com várias fontes de evidência, sendo a observação directa e análise de documentos alguns dos procedimentos adoptados. A **análise dos dados** é um dos aspectos mais difíceis de desenvolver dentro de um estudo de caso, sendo que o **tratamento da evidência e a formulação das conclusões analíticas** devem ser as mais importantes na finalização da investigação bem sucedida (Yin, 2001).

Quanto aos fins, a investigação é exploratória e descritiva. Exploratória porque, embora as empresas escolhidas sejam conhecidas, não era conhecida a existência de estudos efectuados pelas mesmas, que abordassem as técnicas de avaliação e implementação de projectos de investimentos, sob o ponto de vista que a presente investigação tem a intenção de abordar. Será descritiva porque visa descrever critérios e procedimentos acerca da forma como é feita a avaliação de projectos de investimentos, a sua implementação e controlo.

A metodologia de investigação centra-se no estudo de caso com caso múltiplo, uma vez que vai circunscrever dois casos (duas empresas)¹⁰. O estudo de caso possibilita um conhecimento amplo e detalhado dos objectos estudados, o que é praticamente impossível a partir de outras metodologias de investigação. Yin (2001) defende o estudo de caso múltiplo de apenas dois casos, dizendo que, com ele, as hipóteses de se fazer um bom estudo de casos serão melhores do que usando o formato de caso único. Esse formato de dois casos funciona tanto para o caso de replicação directa, como para a escolha de dois casos com situações diferentes, pois se as evidências vierem a apoiar o contraste, isso significa o fortalecimento da validade das evidências encontradas. Esse quadro de referência é que sustentou o delineamento básico da pesquisa que alicerça esta dissertação, baseada em dois casos que apresentam vários contrastes.

O estudo de caso é definido como o método que examina um fenómeno no seu ambiente natural, pela aplicação de várias ferramentas de recolha de dados, com o objectivo de obter informações de uma ou mais entidades. De acordo com Yin (2001), a preferência pelo uso do estudo de caso deve ser dada quando do estudo de eventos contemporâneos, em situações onde os comportamentos relevantes não podem ser manipulados. Apesar de ter pontos em comum com o método histórico, o estudo de caso caracteriza-se, segundo Yin (2001, p.19) pela "...capacidade de lidar com uma completa variedade de evidências, documentos, artefactos, entrevistas e observações".

De forma sintética, Yin (2001) apresenta quatro aplicações para o método do estudo de caso:

1. Para explicar ligações causais nas intervenções na vida real que são muito complexas para serem abordadas pelos *'surveys'* ou pelas estratégias experimentais;
2. Para descrever o contexto da vida real no qual a intervenção ocorreu;
3. Para fazer uma avaliação, ainda que de forma descritiva, da intervenção realizada;
4. Para explorar aquelas situações onde as intervenções avaliadas não possuam resultados claros e específicos.

¹⁰ Classificada por múltiplos casos, segundo Yin 2001.

Ao comparar o método do estudo de caso com outros métodos, Yin (2001) afirma que para se definir o método a ser usado é preciso analisar as questões que são colocadas pela investigação. De modo específico, este método é adequado para responder às questões "como" e "por que" que são questões explicativas e tratam de relações operacionais que ocorrem ao longo do tempo.

Entendeu-se, pelo anteriormente exposto, que o método de estudo de caso se adequaria melhor à investigação em causa, uma vez que permitiria dar resposta às questões levantadas, decorrentes do objectivo principal e objectivos específicos da investigação.

Este método também se revela como o método mais adequado, na medida em que o gestor, das PME objecto de estudo, é também empresário/proprietário, e que não domina os termos académicos relativos à avaliação de projectos de investimento, pelo que a opção do estudo de caso se revela como a mais adequada por permitir recolher a informação mais correcta e real.

A fim de atingir os objectivos da presente investigação, como já referido, a metodologia utilizada foi o estudo de caso exploratório. Num estudo de caso o protocolo é relevante para obtenção da *confiabilidade*, pois fornece informações para que o estudo quando repetido sob as mesmas condições obtenha os mesmos resultados (Yin, 2001).

Segundo Yin (2001) um protocolo para o estudo de casos múltiplos estabelece:

- Uma visão geral do projecto (objectivos, questões básicas, referencial teórico);
- Procedimentos de campo (revisão da informação preliminar; acesso aos locais onde será feito o estudo; fontes gerais de informação e documento especiais; definição de entrevistados e informantes);
- Questões do próprio estudo de caso (o quadro de referência norteador que permite identificar as fontes de informação para cada indagação básica);
- Um plano de análise do estudo de casos múltiplos, com a informação descritiva, informação explicativa e o esboço do relatório.

Esse protocolo do estudo de caso foi seguido, como se poderá notar ao longo deste trabalho e desenvolveu-se em três fases:

- Fase I - **Preparação**: definição do problema de investigação e dos objectivos principal e específicos, revisão bibliográfica e enquadramento teórico, definição da orientação da investigação e entrevistas a realizar;
- Fase II - **Desenvolvimento**: recolha de informação quantitativa (dados secundários) e realização de entrevistas; análise dos dados e elaboração do relatório do caso;
- Fase III – **Finalização**: discussão dos dados obtidos e conclusões.

Fase I - A preparação exigiu leitura e levantamento bibliográfico sobre o assunto, definindo-se a orientação da investigação e entrevistas a realizar.

O propósito das entrevistas, na presente investigação, foi de entrar na perspectiva dos gestores da empresa, para conseguir extrair aquilo que não é observável: sentimentos, pensamentos, atitudes e intenções. A vocalização do não observável nos entrevistados é, pois, uma pedra angular deste estudo.

A entrevista foi orientada por uma lista de assuntos a serem abordados sem que o entrevistador ficasse preso ao fraseado das perguntas ou condicionado a que as perguntas se sucedessem numa ordem rigidamente pré-determinada. Assim, elas configuram conversações, onde o fluxo de perguntas é flexível, contendo poucas perguntas que foram feitas a ambos os entrevistados da mesma forma; algumas perguntas são fechadas, de forma a obter respostas uniformes e comparáveis, outras mais abertas, que visavam aprofundamento no decorrer da entrevista; e uma lista de áreas, tópicos ou temas sobre os quais se quer saber mais, mas de que não se tem suficiente informação, no início do estudo, para formar questões específicas.

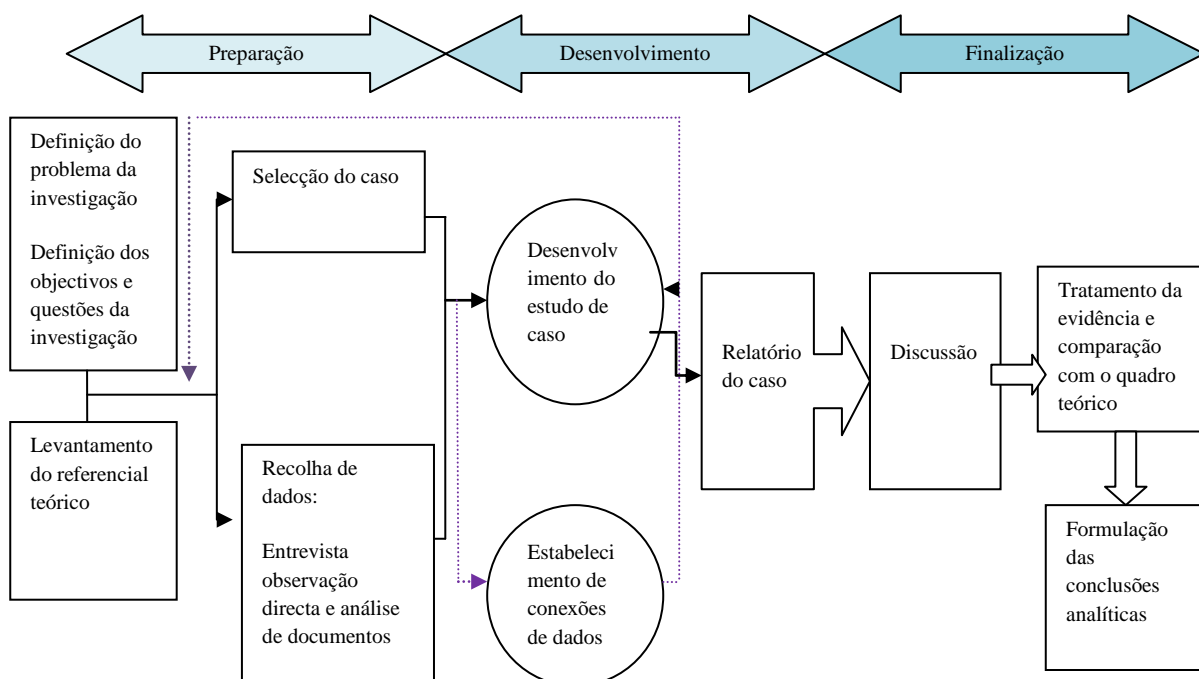
Definiu-se que a entrevista a realizar, em cada empresa, seria com um elemento dos órgãos de gestão que tivesse tomado parte na decisão de investimento na empresa. As perguntas direccionadas ao gestor estão relacionadas com a tomada de decisão do investimento: definição, dimensionamento, técnicas de análise usadas, implementação e controlo do investimento.

Fase II - No início da **fase de desenvolvimento** recolheu-se informação financeira sobre a empresa, Balanços e Demonstração de Resultados, relativos ao último ano económico antes do início do investimento e ao ano de término do investimento. Os dados contabilísticos recolhidos, antes e após o investimento, servem para proceder à análise da evolução económica e financeira da empresa e avaliar o impacto que o investimento teve no seu desempenho. Os elementos do Balanço permitiram-nos avaliar a evolução patrimonial da empresa, no que respeita à variação do activo bruto, e sob que forma foi financiado. Por sua vez os dados da Demonstração de Resultados permitem verificar a evolução dos indicadores de rentabilidade da actividade económica e qual o impacto que o investimento teve nesta vertente.

Fase III - A fase de **finalização** contemplou a análise dos dados recolhidos, a discussão dos resultados, comparação com o quadro teórico e questões específicas da investigação. Finalmente são apresentadas as conclusões analíticas.

O que foi dito anteriormente reflecte o desenho da investigação, apresentado na figura seguinte:

FIGURA 2 Desenho da investigação



Fonte: Elaboração própria

6.2 Unidade de análise, amostra da investigação e recolha de dados

6.2.1 Unidade de análise

A investigação centra a sua análise especificamente no caso das PME, pois estas empresas ainda estão mais expostas a dificuldades que variam desde a obtenção de recursos financeiros e humanos necessários ao desenvolvimento de um projecto de investimento, até problemas de escassez de habilidades de gestão (Lemos, 1998), bem como aos graves problemas de assimetria informacional (Binks e Ennew, 1997). Neste seguimento a unidade de análise é a empresa em si mesmo, bem como o proprietário/gestor da mesma.

O presente estudo tem por base o sector da panificação, circunscrevendo-se à Beira Interior Centro, visto ser uma zona economicamente desfavorecida, evidenciando-se a importância do investimento pelas PME e da sua sustentabilidade. Em termos sócio-económicos a região da Beira Interior caracteriza-se, entre outros, pelos seguintes indicadores:

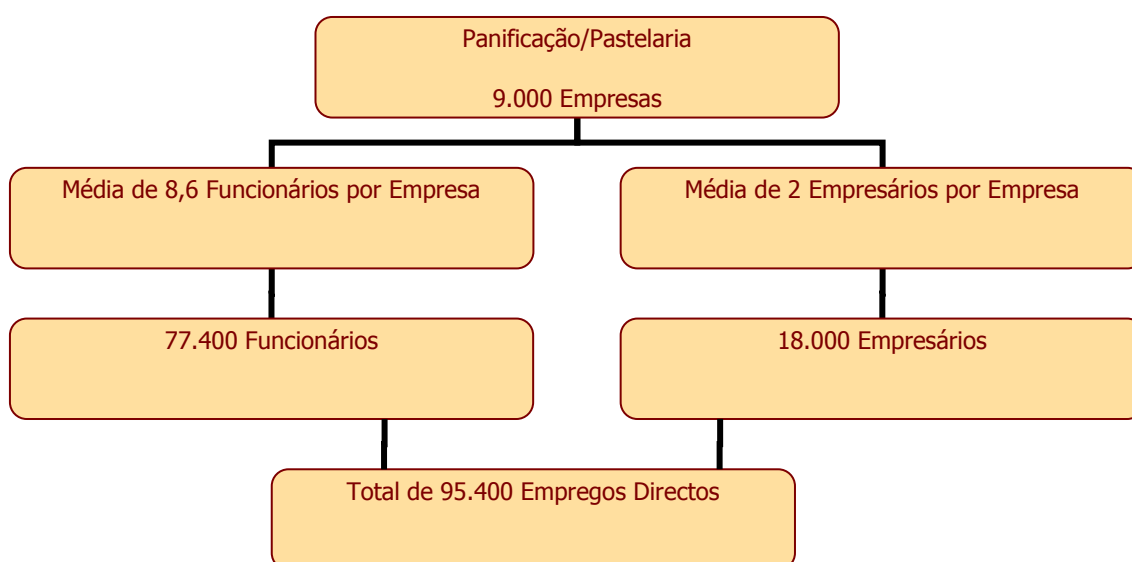
- Elevado índice de envelhecimento devido, em parte, às elevadas taxas de mortalidade e baixas taxas de natalidade;
- Povoamento disperso onde não se destacam grandes cidades;
- Baixos níveis de qualificação da população, taxa de analfabetismo elevada a par de taxas de escolarização no ensino básico e secundário, relativamente baixas e elevado abandono no final do ensino obrigatório. Além disso, verificam-se carências de mão-de-obra com qualificações específicas em alguns sectores de actividade;
- Estrutura económica dominada pelos serviços (75% do VAB total regional). A indústria representa 26% do VAB, os produtos energéticos 4%, a construção civil 6% e a agricultura 7% (valor bastante inferior à média nacional);
- Poder de compra regional inferior ao valor médio nacional.

A **selecção do sector da panificação** prende-se com o facto da investigadora, no decurso da sua actividade profissional, ter observado a evolução de dois projectos de investimento em empresas do mesmo ramo, com estrutura similar, em que as condicionantes externas não eram muito diferentes, e que apresentavam implicações na performance da empresa bastante divergentes.

Em face da panificação se enquadrar no sector da Industria Agro-Alimentar, sem discriminação sub-sectorial, não foi possível obter dados estatísticos relativo apenas à panificação e especificamente respeitantes à Beira Interior Centro. Os dados que conseguimos recolher foram fornecidos pela Associação do Comércio e Indústria da Panificação e são de âmbito nacional.

Ao nível nacional o sector da panificação tem cerca de 9.000 empresas de panificação e pastelaria e 2.500 empresas similares, entre sociedades comerciais e empresários em nome individual. Emprega, em média, 8,6 pessoas por estabelecimento, o que gera 77.400 postos de trabalho directos. Além disso, cada empresa tem, em média, dois sócios, o que origina mais 18.000 empregos a acrescentar aos 77.400 funcionários. Concluindo, são cerca de 95.400 indivíduos a trabalharem directamente neste sector. O que se evidencia na seguinte figura:

FIGURA 3 Empregabilidade no sector da panificação



Fonte: Santos, C (s.d), “Sector da Indústria de Panificação, Pastelaria e Similares”, Associação do Comércio e Indústria da Panificação – Estudo Económico.

O volume de negócios anual neste sector situa-se, em média, em 5.067.M€. Este valor manteve-se, mais ou menos, inalterado nos últimos 8 anos, apesar de ter vindo a perder quantidades de vendas, sendo que a inflação tem mantido o volume de negócios. O Sector da Panificação sofreu nos últimos anos diversas transformações que revolucionaram por completo este sector de actividade, fazendo-o estagnar e perder competitividade. Nos últimos 18 anos, perdeu-se cerca de 33% da produção, para produtos substitutos (outros tipos de cereais). No final da década de 90, as grandes superfícies começaram, cada vez mais, a comercializar os mesmos produtos como forma de marketing, vendendo, por vezes, abaixo do preço de custo. Hoje, as grandes superfícies têm uma quota de mercado que ronda os 30% (ACIP, 2009).

A partir do ano 2000, foi lançado um programa de segurança alimentar, o HACCP, para ser implementado nos estabelecimentos de fabrico e comercialização.

Estas alterações de mercado têm vindo a pressionar a PME deste sector para se modernizarem, de forma a poderem acompanhar os padrões de exigência de higiene, qualidade, produtividade e diversificação, sob pena de perderem competitividade e incorrerem num período de declínio.

6.2.2 Amostra da investigação e recolha de dados

A investigação proposta assenta em estudo de caso múltiplo, contemplando duas empresas que actuam no sector da panificação. Para o efeito foram consideradas apenas empresas com mais de três anos de existência à data de início do investimento, que não estivessem portanto em fase de *start-up*, e que efectuaram investimentos no período compreendido entre 1994 e 2007. O motivo de escolha deste período prende-se com a necessidade de poder abarcar os investimentos efectuados e que tiveram relevância no desenvolvimento da actividade empresarial.

As empresas da indústria da panificação que constituem objecto de estudo de caso resultam de uma selecção realizada a partir do estudo exploratório prévio, reunindo em si as condições definidas como fundamentais para a prossecução do estudo:

- Localizam-se geograficamente na Beira Interior, mais propriamente no distrito de Castelo Branco, numa região economicamente desfavorecida e em que o investimento é importante para o desenvolvimento de tecido empresarial e da realidade sócio/económica;
- Que à data do início do investimento já tinham pelo menos três exercícios completos de actividade, portanto, que já ultrapassaram a fase de *Start Up*;
- Que efectuaram investimentos relevantes para o desenvolvimento da actividade empresarial, tendo sido seleccionado um período compreendido entre 1994 e 2007 (período que mediou o início do investimento da “Empresa B” e o término do investimento da “Empresa A”).

Para o estudo de caso seleccionaram-se duas empresas que não diferissem muito na sua estrutura, em dimensão (activo líquido e volume de negócios) e que realizaram investimentos relevantes para a actividade empresarial. Por questão de confidencialidade, foram identificadas como: “Empresa A” e “Empresa B”. Ambas desenvolvem actividades de fabrico e comercialização de produtos de panificação e pastelaria, com venda directa ao público e para outros estabelecimentos comerciais.

O facto de as empresas pertencerem ao mesmo sector de actividade e de apresentarem estrutura similar, permite-nos maior facilidade analítica e interpretativa porque elimina, de certa forma, os possíveis efeitos sub-sectoriais e dimensionais, que poderiam constituir um obstáculo a análises comparativas na presença de realidades empresariais diferenciadas contingentes com a actividade produtiva.

Os dados de carácter secundário, elementos contabilísticos (balanços e demonstração de resultados) foram recolhidos da base de dados de uma IC de referência nacional, tendo sido necessário, no caso da “Empresa B”, solicitar ao próprio gestor a cedência destes dados, relativos ao ano pré-investimento, uma vez que estes não estavam disponíveis na base de dados da IC. Esta empresa também facultou o acesso ao **plano de negócios** elaborado para candidatura ao Sistema de Incentivos Regionais (SIR).

Os dados de carácter primário foram obtidos através de **entrevista** realizada ao gestor de cada empresa. O entrevistado na “Empresa A” foi um sócio gerente, que é o responsável pela área comercial e financeira. De igual modo, na “Empresa B” o entrevistado também foi um sócio gerente responsável pelas mesmas áreas (comercial e financeira). As entrevistas com os empresários duraram, em média, duas horas, e foram realizadas nas instalações da empresa. Não houve necessidade de prolongar mais o tempo de entrevista para recolha de informação, uma vez que o percurso de ambas as empresas foi acompanhado pela investigadora ao longo dos anos de investimento, por força da actividade profissional que esta desenvolve.

A recolha de dados para a elaboração do estudo também foi sustentada em **observação directa**. A actividade profissional que a investigadora desenvolve, sendo analista de risco de crédito numa IC, permitiu observar e analisar a situação económica e financeira das empresas antes de efectuarem o investimento; acompanhar a implementação e controlo do investimento, bem como o seu retorno e consequente situação económica e financeira pós-projecto das empresas objecto de estudo.

6.3 Definição operacional das variáveis

Em face da revisão bibliográfica efectuada, definiram-se quatro grupos de variáveis que operacionalizam o estudo: variáveis do gestor, variáveis relativas ao projecto de investimento, variáveis económicas/ financeiras da empresa e variáveis de rendibilidade da empresa, conforme se pode observar nos quadros seguintes:

QUADRO 1 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DO GESTOR

VARIÁVEIS		MEDIDA
Variáveis do Gestor	Sexo	Feminino/ Masculino
	Idade	Número de anos de vida, à data do início do investimento
	Formação académica	Habilitações literárias
	Experiência de gestão	Anos de experiência de gestão, à data do início do investimento

Os dados relativos às variáveis do gestor/empresário obtiveram-se através de observação directa e da entrevista realizada. Estas variáveis têm como objectivo definir o perfil do gestor da empresa e permitir estabelecer conexões entre eles que possam influenciar a tomada de decisão de investimento, permitindo deste modo identificar quais os factores que influenciam os empresários/gestores a optarem por uma determinada dimensão de investimento em detrimento de outra e a escolha das fontes de financiamento do investimento.

QUADRO 2 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DO PROJECTO

VARIÁVEIS		MEDIDA
Variáveis qualitativas do Projecto	Objectivos do investimento	Rendibilidade, crescimento, outros
	Técnicas de avaliação do projecto	PER, TIR, VAL, Taxa de lucro contabilístico (LC), outros
	Aconselhamento técnico	Sim / Não
	Avaliação de risco	Sim/ Não
	Plano de negócio	Sim / Não
	Acompanhamento bancário	Sim / Não
Variáveis quantitativas do projecto	Dimensão do investimento	Cap. Fixo + Fundo de Maneio
	Capital próprio afecto ao projecto	Cap.Social+P.Suplementares.+Suprimentos ¹¹
	Financiamento bancário	Empréstimos de bancos
	Outros financiamentos	Leasing + Fornecedores + Subsídios

As variáveis do projecto foram definidas para se poder caracterizar todas as etapas que envolvem o investimento, desde os objectivos que levaram à tomada de decisão de investir, concepção do projecto, elaboração do plano de negócio e avaliação de risco, até à sua implementação, acompanhamento técnico e importância do papel da instituição de crédito no acompanhamento do investimento.

Estes dados foram recolhidos através de observação directa, efectuada pela investigadora, no decurso da sua actividade profissional e pela entrevista realizada aos gestores. No decurso da entrevista ao gerente da “Empresa B” constatou-se que a

¹¹ Suprimentos não são fonte de capital próprio, mas assumem uma natureza muito semelhante, sendo mesmo designados como quasi-equity por Ang (1991).

empresa tinha elaborado um plano de negócios, para candidatura ao Sistema de Incentivos Regionais (SIR), documento que nos foi facultado posteriormente, para recolha de dados.

QUADRO 3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS ECONÓMICO/FINANCEIRAS DA EMPRESA

VARIÁVEIS		MEDIDA
Variáveis económico-financeiras da empresa	Volume de negócios	Vendas + Prestação de serviços
	Resultado líquido	Resultado líquido
	Encargos financeiros	Encargos financeiros
	Imobilizado bruto	Invest. Bruto em activo fixo
	Investimento líquido	Activo líquido
	Financiamento próprio	Capitais próprios
	Financiamento alheio	Passivo total
	Financiamento bancário	Passivo bancário
Outro financiamento alheio	Outras fontes de financiamento	

As variáveis económico/financeiras foram definidas para poder ser aferida a implicação que o investimento teve na performance da empresa, no seu desempenho económico e situação patrimonial pós-investimento. Para o efeito recolheram-se dados contabilísticos relativos ao ano anterior ao início do investimento e dados relativos ao final do ano económico em que terminou o investimento. Uma vez que o investimento ocorreu em período temporais diferentes (1994/1997 e 2005/2007), deflacionaram-se todos os dados quantitativos para 2007, para poderem ser trabalhados sem o efeito inflacionário.

QUADRO 4 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DE RENDIBILIDADE DA EMPRESA

VARIÁVEIS		MEDIDA
Variáveis de rendibilidade da empresa	Cash Flow Operacional	$RL + \text{amortizações exercício} + \text{encargos Financeiros de financiamento.}$
	Cash Flow Operacional / Activo Total	$(RL + \text{amortizações exercício} + \text{encargos Financeiros de financiamento}) / \text{Activo Total.}$
	Rendibilidade alargada das vendas	$(\text{Res. líquidos} + \text{Amortizações}) / \text{Proveitos}$
	Rendibilidade económica	$(\text{Res. líquidos} + \text{Juros}) / \text{Activo Líquido}$

As variáveis de rendibilidade permitem-nos estabelecer as conexões necessárias para verificar se existe relacionamento entre o dimensionamento do investimento e o sucesso da empresa, medido pela capacidade do investimento gerar *cash flows* positivos e pela rendibilidade económica e financeira da empresa.

7. DESCRIÇÃO DOS ESTUDOS DE CASO

7.1 Apresentação das empresas estudadas

As empresas objecto de estudo têm sede no distrito de Castelo Branco. São empresas familiares, em que a gestão é exercida pelos próprios sócios. Estão no mercado local há mais de 15 anos e actuam no mesmo sector. A “Empresa A” é de pequena dimensão e a “Empresa B” é de média dimensão.

A caracterização geral das empresas pode ser observada no quadro seguinte:

QUADRO 5 CARACTERIZAÇÃO GERAL DAS EMPRESAS

	“Empresa A”	“Empresa B”
Actividade	Panificação	Panificação
Idade	16 anos	22 anos
Número de empregados actual	40	89
Facturação anual (2007)	979.000 Euros	2.376.000 Euros
Localização	Beira Interior	Beira Interior

7.2 Constituição, objecto social e distribuição do capital social

“Empresa A”

A “Empresa A” dedica-se, desde a sua fundação em 1993, ao fabrico e comercialização de produtos de panificação, vendendo por grosso e a retalho. Apesar da sua actual estratégia de diversificação dos negócios, aquela continua a ser a principal actividade económica.

Trata-se de uma empresa familiar (pai e três filhos) constituída sob a forma jurídica de sociedade por quotas, para dar continuidade à actividade desenvolvida pelo progenitor, então estabelecido sob a forma de Empresário em Nome Individual.

Foi constituída com capitais próprios, decorrentes da “folgada” situação financeira que o progenitor e os filhos tinham, refira-se que nessa altura os filhos já trabalhavam com o pai. Segundo o empresário (entrevistado), a criação da sociedade foi motivada pelo crescimento da actividade, e conseqüente necessidade de reorganização da actividade empresarial, adequando as práticas de gestão às necessidades emergentes do crescimento acentuado que o volume de negócios estava a sentir.

Liderada pelo tipo de empresários característicos da época, os *self-made man*, desenvolveu-se a partir da capitalização do seu *know how* resultado da experiência de trabalho dos seus fundadores.

“Empresa B”

A “Empresa B” foi constituída em 1987 por dois jovens, familiares, que ainda se mantêm na estrutura societária da empresa, detendo a totalidade do capital social. Tem por objecto social o fabrico e comercialização de produtos de panificação e pastelaria, que coloca a retalho no mercado através da rede própria de lojas de “pão quente” e também vende “por grosso” para revendedores e instituições da região.

Os sócios exerciam outras profissões, sendo um deles enfermeiro e o outro medidor orçamentista. A iniciativa da criação da empresa teve por base o espírito empreendedor dos empresários, que aproveitaram uma ideia inovadora e um nicho de mercado que então estava a surgir. O dinamismo e sucesso que o negócio estava a alcançar levaram a que os sócios se dedicassem a tempo inteiro à empresa.

A empresa foi constituída com recurso a capitais próprios, tendo iniciado actividade em instalações precárias, que face ao crescimento sustentado do volume de negócios e procura de outro tipo de produtos (pastelaria) se tornaram manifestamente insuficientes, em dimensão, funcionalidade e equipamento necessário ao fabrico da pastelaria.

7.3 Órgão de gestão e quadro de pessoal

“Empresa A”

Empresa de tipo familiar cuja gestão está a cargo de indivíduos pertencentes à família detentora do capital. A gestão e a concepção da estratégia são asseguradas por três áreas fundamentais: a área comercial, a área administrativo-financeira e a área produtiva, pelouros que se encontram integralmente sob responsabilidade dos próprios sócios mantendo, assim, as características típicas das PME nacionais cuja estratégia é concebida no seio de uma gestão familiar.

Antes do início do investimento a empresa empregava 23 trabalhadores, incluindo os três sócios. Actualmente possui como integrantes do seu quadro fixo de empregados cinco administrativos e trinta e cinco empregados de produção e comerciais (incluindo três sócios). A empresa não possui um organograma formal e escrito onde sejam esclarecidas as relações de autoridade e as suas principais funções. No entanto, este não tem sido problema, dado o reduzido número de empregados, o que permite que grande parte das informações e “ordens” sejam transmitidas verbalmente, sem tanta perda de fidelidade e rapidez, de forma que as relações de poder possam ser entendidas sem dificuldade.

“Empresa B”

Desde a data da constituição que a empresa tem sido gerida pelos próprios sócios, sem recurso a qualquer apoio externo. A gestão é partilhada pelos dois empresários, sendo um responsável pela área administrativo-financeira e o outro pela área de produção e comercialização. Os sócios têm formação técnica ou superior, embora não directamente relacionada com as funções que desempenham.

Em 1993, antes do início do investimento, o quadro de pessoal era composto por 22 trabalhadores. Actualmente a empresa possui no seu quadro fixo de empregados três administrativos e dois gerentes e oitenta e quatro empregados de produção e comerciais. À semelhança da “Empresa A”, esta empresa também não possui um organograma formal e escrito que identifique as relações de autoridade e as suas principais funções.

7.4 Histórico da empresa e início do investimento

“Empresa A”

De 1993 a 2005, a empresa viveu uma fase de crescimento acentuado caracterizado por: uma forte expansão do efectivo, aumento da produção e afirmação dos produtos no mercado local. Em 2005, data em que iniciou o investimento, a empresa tinha cinco postos de venda directa ao público, sendo lojas propriedade dos sócios ou arrendadas, que funcionavam como cafetaria e pastelaria, onde vendiam a produção própria de pastelaria e panificação, em paralelo com a venda de produtos para revenda. A produção realizava-se em dois locais diferentes, sendo um deles no principal ponto de venda, e outro nas instalações iniciais, onde o fundador iniciou a actividade.

Dado o bom desempenho que a empresa estava a evidenciar, com crescimento sustentado do volume de negócios e rentabilidade, e uma vez que o mercado continuava a dar evidências de aumento de procura, os empresários optaram por efectuar um investimento que permitisse aumentar a capacidade de produção e consequente resposta ao aumento da procura.

Foi no âmbito desta necessidade de aumento de capacidade produtiva que a “Empresa A” iniciou, em 2005, um investimento que constava da construção de instalações novas e aquisição de algum equipamento produtivo e administrativo, investimento que terminou em 2007.

Deste modo os sócios da empresa tinham como estratégia a concentração da produção numa única unidade fabril, sendo que até ao momento estavam a produzir em duas unidades distintas (com os custos administrativos e produtivos que isso implica) e onde não tinham as condições necessárias para desenvolver a produção ao nível que a procura já começava a exigir.

Sem terem efectuado um plano de negócio, iniciaram um investimento que, segundo os sócios, não deveria ultrapassar 800.000 Euros, distribuído entre a construção do imóvel e apenas algum equipamento, uma vez que pretendiam aproveitar o equipamento usado que já tinham nas antigas instalações.

Além da reorganização do processo produtivo, e já em pleno investimento, os gerentes da empresa tentaram registar a marca (então bem conceituada no mercado local) visando uma nova forma de comercialização, via Franchising, com a qual pretendiam expandir a cadeia de pontos de venda pela via “indirecta”, aproveitando deste modo a capacidade instalada na nova fábrica.

Esta nova estratégia levou a “Empresa A” a novos investimentos, quer no que respeita à construção do imóvel, quer no próprio processo produtivo, obrigando à aquisição de equipamentos novos, com melhores performances e consequente aumento da capacidade de resposta às solicitações que o projecto de Franchising poderia equacionar.

Como consequência, o investimento, que inicialmente estava projectado para 800.000 Euros, aumentou consideravelmente, duplicando o montante do investimento no final do projecto, face ao valor inicial.

“Empresa B”

Em face do forte crescimento da procura dos seus produtos e necessidade de diversificação da produção para pastelaria, por forma a poderem manter o fornecimento de algumas instituições que, sujeitas a concurso, exigiam o fornecimento, além de pão, de produtos de pastelaria, os sócios da empresa optam por construir de raiz instalações novas e dotá-las de todas as condições necessárias à actividade que já desenvolviam e a que se propunham, onde se incluíam os equipamentos necessários ao aumento da capacidade produtiva de pão e fabrico de pastelaria. Este investimento visava também a adequação das condições fabris e de comercialização a todos os critérios higieno-sanitários exigíveis às empresas do ramo alimentar, que começavam, nessa altura, a ser controlados pelas entidades reguladoras.

Para o efeito os dirigentes (sócios) recorreram aos serviços de consultores externos (economistas) para elaborarem um projecto de investimento, que candidataram ao Sistema de Incentivos Regionais (SIR). Este projecto contemplava a construção de raiz da fábrica e respectivo equipamento. O projecto foi aprovado pelo IAPMEI, teve início em 1994 e ficou concluído em 1997.

A implementação do projecto de investimento foi orientada pelos próprios sócios, com ajuda dos consultores externos que elaboraram o projecto, essencialmente no que respeita a procedimentos processuais para apresentação, junto do IAPMEI, dos comprovativos da realização do investimento objecto de apoio pelo SIR.

Antes do investimento a empresa tinha dois postos de venda directa ao público, que complementavam a venda por grosso para outros retalhistas e instituições. Com o investimento a empresa abriu mais um posto de venda directa ao público.

O investimento decorreu conforme projectado, sem desvios significativos. Foi projectado para 500.000 Euros e fechou em 1997 com aproximadamente este valor.

8. AVALIAÇÃO DE DIAGNÓSTICO

Os quadros seguintes apresentam as variáveis de investigação da “Empresa A” e da “Empresa B”

QUADRO 6 VARIÁVEIS DO GESTOR

VARIÁVEIS		“Empresa A”	“Empresa B”
Variáveis do gestor (Na data de decisão do investimento)	Sexo	Masculino	Masculino
	Idade	31 anos	26 anos
	Formação académica	Ensino Secundário	Bacharel em enfermagem
	Experiência de gestão	11 anos	8 anos

Com foi referido no ponto 6.3 as variáveis do gestor/empresário têm como objectivo definir o perfil do gestor da empresa e permitir estabelecer conexões entre eles que possam influenciar a tomada de decisão de investimento.

A observação directa, complementada pela entrevista realizada permite-nos definir o perfil dos gestores das empresas objecto de estudo. Estamos perante dois empresários do mesmo sexo, relativamente jovens e em que a diferença de anos de experiência de gestão é relativamente pequena. Por sua vez, verifica-se diferença no que respeita à formação académica, sendo o gestor da “Empresa B” aquele que tem mais habilitações, ainda que estas não estejam relacionadas com a área económico-financeira.

QUADRO 7 VARIÁVEIS DO PROJECTO

(unidades: milhares de euros)

VARIÁVEIS		“Empresa A”		“Empresa B”	
		Pré inv. 2004 ¹²	Pós inv. 2007.	Pré inv. 1993 ¹³	Pós inv. 1997. ¹⁴
Variáveis qualitativas	Objectivos do investimento	Crescimento		Crescimento	
	Técnicas de avaliação projecto	LC		VAL/ TIR	
	Aconselhamento técnico	Sim		Sim	
	Avaliação de risco	Não		Sim	
	Plano de negócio	Não		Sim	
	Acompanhamento bancário	Não		Não	
Variáveis quantitativas	Dimensão do investimento	915	1.988	793	659
	Capital próprio afecto ao projecto	377	350	460	153
	Financiamento bancário	538	850	317	264
	Outros financiamentos	0	788	16	243

¹² Valores deflacionados para 2007

¹³ Valores deflacionados para 2007

¹⁴ Valores deflacionados para 2007

As variáveis do projecto foram definidas para se poder caracterizar todas as etapas que envolvem o investimento. Para o efeito, agrupámos as variáveis em dois sub-grupos: variáveis qualitativas e variáveis quantitativas.

Da análise às variáveis qualitativas pode verificar-se que o principal objectivo dos dois investimentos foi o crescimento, através do aumento da capacidade instalada da empresa para poder dar resposta às solicitações do mercado. Em ambas as empresas os gestores recorreram a aconselhamento técnico na fase de pré-investimento, todavia verificam-se diferenças nas restantes variáveis, ou seja foram usadas técnicas de avaliação do projecto diferentes.

O gestor da “Empresa A” tomou a decisão de investimento com base na análise do lucro contabilístico. No caso da “Empresa B”, a decisão de investimento foi sustentada em técnicas sofisticadas de análise de investimento, através do cálculo do VAL e da TIR, e com análise de sensibilidade do projecto de investimento, em função de alterações de alguns pressupostos básicos (redução dos *Cash Flows* e/ou aumento do investimento)¹⁵. Para este investimento foi laborado um plano de negócios detalhado, que serviu de guião para o desenvolvimento do projecto.

Durante a fase de implementação do investimento também houve diferenças substanciais. A “Empresa A” não recorreu a acompanhamento técnico, contrariamente à “Empresa B”, que teve apoio técnico para o desenvolvimento do projecto. Quando questionadas sobre o acompanhamento bancário ambas as respostas foram negativas, evidenciando o facto de que nenhuma entidade bancária acompanhou a implementação do investimento.

O quadro das variáveis quantitativas permite-nos verificar a dimensão projectada para o investimento realizado em cada uma das empresas e a dimensão efectiva no final do período de investimento. Da análise destas variáveis pode concluir-se que no caso da “Empresa A” verificaram-se desvios muito significativos, sendo o montante do investimento, na fase final, o dobro do valor inicialmente projectado. No caso da “Empresa B” o investimento foi implementado conforme definido no plano de negócios

¹⁵ Verificado no projecto SIR disponibilizado para o estudo.

(os valores desta variável não são coincidentes, pelo facto de se estar a trabalhar com valores deflacionados para 2007).

Este quadro também permite identificar a forma de financiamento do investimento, bem como os desvios que se verificaram, quer na forma, quer no conteúdo.

A “Empresa A” financiou o investimento maioritariamente com recurso a financiamento bancário (42,8% do investimento) e leasing mobiliário (39,6% do investimento), o capital próprio utilizado para cobertura do investimento ascendeu a 17,6% do total do investimento. Os desvios verificados no investimento foram financiados com recurso a financiamento bancário e leasing mobiliário, não registando alterações significativas nos capitais próprios.

A “Empresa B” manteve o valor global do investimento, e, uma vez que recebeu incentivos a fundo perdido (provenientes do SIR a que se candidatou), alterou as fontes de financiamento, com redução dos capitais próprios por contrapartida dos subsídios recebidos, englobados na variável “Outros financiamentos”. Esta empresa utilizou financiamento bancário (40% do investimento) e subsídios a fundo perdido (na proporção de 36,9% do investimento), os capitais próprios afectos ao projecto ascenderam a 23,2% do investimento.

QUADRO 8 VARIÁVEIS ECONÓMICO/ FINANCEIRAS DA EMPRESA

(unidades: milhares de euros)

VARIÁVEIS		“Empresa A”		“Empresa B”	
		Pré inv. 2004 ¹⁶	Pós inv. 2007	Pré inv. 1993 ¹⁷	Pós inv. 1997. ¹⁸
Variáveis económico-financeiras da empresa	Volume de negócios	685	979	539	1.502
	Resultado líquido	27	-141	24	69
	Encargos financeiros	7,5	113	0	46
	Imobilizado bruto	788	1.988	174	1.057
	Investimento líquido	775	2.303	159	1.316
	Financiamento próprio	349	102	63	421
	Financiamento alheio	426	2.203	103	896
	Financiamento bancário	165	1.002	24	314
Outro financiamento	261	1.201	79	582	

¹⁶ Valores deflacionados para 2007

¹⁷ Valores deflacionados para 2007

¹⁸ Valores deflacionados para 2007

A comparação das variáveis do quadro supra permite-nos verificar como evoluiu o investimento nas duas empresas, e as implicações que este teve no desempenho económico e estrutura patrimonial das empresas. Antes do investimento ambas as empresas apresentavam volume de negócios similar (entre 500 e 700 mil euros), apresentando também resultados líquidos similares, e reduzidos, ou nulos, encargos financeiros. A situação financeira pré-investimento das empresas também apresentava equilíbrio, embora diferente, pelo facto da “Empresa A”, nesta altura, já apresentar imobilizado que justificava a estrutura do financiamento adoptada. Releva-se a forte componente de financiamento próprio que a “Empresa A” apresentava na fase de pré-investimento, suportando 45% do Investimento líquido. A “Empresa B” apresentava imobilizado mais baixo, compatível com a estrutura de financiamento apresentada.

Após o investimento o volume de negócios da “Empresa A” cresceu 42,9% e o volume de negócios da “Empresa B” cresceu 178,7%. Contrariamente ao crescimento do volume de negócios, que foi positivo nos dois casos, os resultados líquidos tiveram uma evolução muito diferente, a “Empresa A” passou a apresentar resultados líquidos negativos de elevado montante, enquanto a “Empresa B” evidenciou crescimento de 187,5% de resultados líquidos.

A estrutura patrimonial das empresas evidenciou alterações significativas, por via do investimento realizado e das suas consequências (alterações dos capitais próprios por influência dos resultados líquidos durante a fase de investimento). No caso da “Empresa A” o aumento do imobilizado bruto foi de 1.200 mE e na “Empresa B” foi de 883 mE. A “Empresa A” financiou o aumento do imobilizado com capital alheio, através de financiamento bancário e financiamento alheio (leasing), verificando-se forte variação destas rubricas no período pré e pós investimento. A “Empresa B” financiou o aumento do imobilizado com financiamento bancário (conforme previsto no plano de negócios) e com financiamento alheio, relativo aos subsídios recebidos no âmbito do SIR. Na fase pós-investimento, esta empresa evidencia aumento significativo do financiamento próprio (capitais próprios), influenciado por resultados líquidos positivos obtidos durante a fase de implementação do investimento.

QUADRO 9 VARIÁVEIS DE RENDIBILIDADE DA EMPRESA

(unidades: milhares de euros)

VARIÁVEIS		“Empresa A”		“Empresa B”	
		Pré inv. 2004 ¹⁹	Pós inv 2007.	Pré inv. 1993 ²⁰	Pós inv 1997. ²¹
Variáveis de rendibilidade. da empresa	Cash Flow Operacional	95	140	32	237
	Cash Flow Operacional / Activo líquido	12,22%	6,08%	20,00%	18,04%
	Rendibilidade alargada das vendas	12,73%	2,76%	5,88%	12,70%
	Rendibilidade económica	4,40%	- 1,21%	10,00%	8,70%

O quadro comparativo das variáveis de rendibilidade permite-nos verificar o impacto que o investimento realizado teve na rendibilidade das empresas objecto de estudo de caso. Esta análise permite-nos verificar se existem conexões que justifiquem relacionamento entre o dimensionamento do investimento e o sucesso da empresa.

Da análise do quadro supra pode verificar-se que no caso da “Empresa A” o investimento realizado não implicou acréscimo de rendibilidade, pelo contrário, apesar do aumento do Cash Flow Operacional, a rendibilidade da empresa diminuiu

¹⁹ Valores deflacionados para 2007

²⁰ Valores deflacionados para 2007

²¹ Valores deflacionados para 2007

substancialmente, sendo que a rentabilidade económica da empresa passou a ser negativa.

Na situação pós investimento a “Empresa B” aumentou substancialmente o *Cash Flow* Operacional e também aumentou a rentabilidade alargada das vendas. Nesta empresa, verifica-se pequena diminuição dos rácios de rentabilidade económica e *Cash Flow* Operacional/Activo líquido em virtude do acréscimo verificado no Activo (originado pelo investimento realizado).

Na globalidade a “Empresa A” na fase de pré-investimento evidenciava *Cash Flows* e Rentabilidade alargada das vendas superior à “Empresa B”, partindo, por isso, de uma situação mais confortável para investimento.

Tendo ambas as empresas partido duma situação económica/financeira estável, e com estruturas similares, verifica-se que a decisão de investimento teve implicações na sua performance, que se resumem nos quadros seguintes:

QUADRO 10 IMPLICAÇÕES DA DECISÃO DE INVESTIMENTO - “Empresa A”

Situação pré-investimento:	Situação pós-investimento
<ul style="list-style-type: none"> • Empresa com situação económica favorável. • Estrutura financeira equilibrada, com confortável autonomia financeira. • Cinco postos de venda directa ao público. • Boa aceitação e posicionamento no mercado, com potencial de crescimento. 	<ul style="list-style-type: none"> • Empresa com situação económica desfavorável. • Estrutura financeira desequilibrada, com excessiva dependência de capital alheio. • Perda de postos de venda directa ao público (dois postos). • Quebra de qualidade dos produtos e conseqüente perda “imagem de mercado”.

QUADRO 11 IMPLICAÇÕES DA DECISÃO DE INVESTIMENTO - “Empresa B”

Situação pré-investimento:	Situação pós-investimento
<ul style="list-style-type: none">• Empresa com situação económica favorável.• Estrutura financeira equilibrada.• Dois postos de venda directa ao público.• Boa aceitação e posicionamento no mercado com potencial de crescimento.	<ul style="list-style-type: none">• Verifica-se melhoria da situação económica.• Estrutura financeira equilibrada.• Três postos de venda directa ao público.• Consolidação do posicionamento no mercado e manutenção da qualidade do produto vendido

Do exposto, pode então concluir-se que não obstante a situação económica/financeira equilibrada e o potencial de crescimento que ambas as empresas tinham na situação de pré-investimento, verifica-se forte discrepância nos resultados obtidos após o investimento, que por sua vez apresentou dimensão diferente e diferentes fontes de financiamento.

9. CONCLUSÕES FINAIS

A contribuição das PME na economia global é uma questão incontornável e ainda assume maior relevância quando se estuda em particular regiões desfavorecidas em que as PME têm um peso muito significativo no tecido empresarial. Por esse motivo, o investimento e o sucesso empresarial são elementos estratégicos que merecem ser investigados, pela sua importância na dinamização do sector económico.

Para a elaboração deste estudo foram traçados objectivos. A um nível mais genérico visou-se: **analisar o relacionamento entre o dimensionamento dos investimentos e o sucesso da empresa, identificar quais os factores que influenciam os empresários/gestores a optarem por uma determinada dimensão de investimento, a importância do papel da instituição de crédito e qual a implicação que a sua intervenção tem no sucesso do investimento.**

Para a prossecução da investigação, definiu-se como metodologia de trabalho o estudo de caso exploratório, aplicado a duas PME da Beira Interior, inseridas no sector da panificação. O estudo de caso permitiu-nos responder às questões específicas formuladas, que se expõem nos parágrafos seguintes.

- **Verificar se as características pessoais e as atitudes dos empresários e/ou gestores podem afectar as decisões investimento/ financiamento da empresa:** como já foi evidenciado na revisão bibliográfica, por vezes os empresários prosseguem objectivos não pecuniários e que transpõem para a empresa, o que pode ser observado nas investigações de Chaganti et al. (1995) e de McMahon e Stanger (1995). Esta situação acontece com maior frequência quando os empresários são também os dirigentes das empresas. De facto, a falta de separação entre a propriedade e a gestão das PME torna permissível aos empresários transpor os seus objectivos pessoais para a empresa, podendo influenciar a tomada de decisão de investimento. No caso estudado, os gestores são simultaneamente proprietários, verificando-se um sentimento de posse e alguma simbiose entre os objectivos pessoais e os objectivos definidos para a empresa que dirigem. Esta constatação pôde ser observada com maior incidência na “Empresa

A” em que se verificou que algum desvio do investimento esteve relacionado com ambições pessoais, que não pareceram acrescentar mais-valia ao investimento.

Para a tomada de decisão de investimento a “Empresa A” não recorreu a técnicas sofisticadas de avaliação do investimento. Os gestores desta empresa tomaram a decisão de investir com base na técnica de lucro contabilístico e não foi elaborado plano de negócios que pudesse orientar a implementação e controlo do investimento. A “Empresa B” recorreu a apoio especializado, tomando a decisão de investir com base em técnicas sofisticadas de análise de investimento, com análise de sensibilidade e avaliação de risco. Nesta empresa o investimento foi implementado tendo por base um plano de negócios, que serviu de guião para a implementação e controlo do investimento.

As características pessoais dos empresários e/ou gestores, idade, sexo, formação académica e experiência em gestão de empresas, podem influenciar a decisão de investimento e escolha das fontes de financiamento, conforme as conclusões de vários estudos (Bates,1990; Scherr et al.,1993, Fabowale et al.,1995). Na investigação efectuada fizemos a identificação destas variáveis, tendo-se concluído que apenas uma evidenciava diferença significativa entre as duas empresas, relativa à formação académica. O gestor da “Empresa B” tem formação superior, enquanto o gestor da “Empresa A” tem apenas o ensino secundário, uma variável que poderá ter influenciado a escolha das técnicas de avaliação do investimento, elaboração de plano de negócios e decisão de investimento.

- **Verificar se a dimensão do investimento realizado esteve de acordo com o projectado:** o estudo efectuado mostra que apenas na “Empresa B” o investimento decorreu conforme projectado, verificando-se um forte desvio na “Empresa A”.

- **Investigar a capacidade de o investimento gerar *cash flows* positivos:** verificou-se que o investimento realizado em ambas as empresas gera *cash flows* positivos, embora com maior relevância no investimento realizado pela “Empresa B”, o que se evidencia ainda mais quando comparado com o activo líquido da empresa.

- **Verificar o impacto da dimensão do investimento na rendibilidade económica/financeira da empresa:** o investimento realizado teve um impacto muito significativo na rendibilidade económica das duas empresas, sendo que na “Empresa A”

o impacto foi negativo, os rácios de rentabilidade decresceram significativamente, verificando-se uma rentabilidade económica negativa na situação pós-investimento. Na "Empresa B" a evolução do rácio de rentabilidade alargada das vendas foi positiva e o rácio de rentabilidade económica decresceu ligeiramente (por influência do crescimento do activo), mantendo, no entanto, valores aceitáveis. A análise efectuada permite concluir que, no caso estudado, a dimensão do investimento influencia a rentabilidade da empresa.

- **Verificar as formas de financiamento do investimento - capital próprio versus capital alheio:** a fonte de financiamento do investimento foi diferente nas duas empresas objecto de estudo: a "Empresa A" financiou o investimento maioritariamente com recurso a financiamento bancário e financiou o desvio do investimento com recurso a leasing mobiliário, o capital próprio utilizado para cobertura do investimento ascendeu a 17,6% do total do investimento; a "Empresa B" utilizou financiamento bancário, conforme previsto no plano de negócios e substituiu os capitais próprios previstos no plano de negócios por subsídios a fundo perdido, os capitais próprios afectos ao projecto foram de 23,2% do investimento.

- **Verificar se houve intervenção activa da(s) IC(s) financiadora(s):** quando questionados os gestores das empresas, na entrevista realizada, sobre a intervenção da instituição de crédito, na óptica de aconselhamento na fase de análise do plano de negócios e durante a implementação do investimento, ambos responderam negativamente, ou seja que não obtiveram aconselhamento da IC que os financiou, quer na fase de análise do plano de negócios, quer na implementação do projecto.

10. LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Sobre a metodologia de estudo de caso, conforme mencionado anteriormente, uma das principais limitações é que não podem ser realizadas generalizações estatísticas dos resultados encontrados, apenas generalizações analíticas.

Além desta limitação, temos ainda as seguintes dificuldades com relação ao levantamento e processamento dos dados:

- Existe a limitação da selecção de entrevistados que, dada a impossibilidade de se entrevistar todos os envolvidos no processo, foram seleccionados de forma conveniente;
- A maior parte da análise da pesquisa depende da qualidade das entrevistas e da sinceridade e imparcialidade dos entrevistados. Tentou-se evitar ao máximo a indução destas respostas, sabendo do risco envolvido neste processo;
- A ligação da investigadora com as empresas em análise, bem como com os entrevistados, pode ter inibido os mesmos de apresentarem todos os factores relevantes, porém foi assumido que os principais foram descritos;
- Dada a necessidade de limitar o período da análise e considerando que o estudo não se propõe a analisar o caso sob a perspectiva histórica, alguma mudança relevante pode não ter sido analisada e que tenha tido reflexo nos resultados;
- Por se tratar de uma pesquisa qualitativa, não existe um processo fechado de sistematização, podendo ter impacto na interpretação dos resultados;
- YIN (2001) ainda menciona uma última limitação, oriunda da metodologia de um estudo de caso, que seria a vulnerabilidade potencial deste tipo de pesquisa acabar por não ser o caso que se imaginava que fosse de início, não tendo as características que se julgam necessárias para que ele seja suficiente por si só para dar resposta às questões da investigação. De facto a investigação realizada permite-nos concluir que o dimensionamento do investimento tem implicações no sucesso empresarial, todavia o

estudo de caso apresentado não permite confirmar se o dimensionamento do investimento foi influenciado ou não pela existência de plano de negócios.

11. SUGESTÕES PARA INVESTIGAÇÃO FUTURA

As sugestões propostas para futuras investigações emergem do processo de investigação realizado e das limitações encontradas. Estas sugestões apresentadas podem trazer novas evidências sobre a importância do dimensionamento do investimento e sua implicação no sucesso empresarial.

Sugere-se o alargamento do estudo a outros sectores de actividade e a outras regiões, no sentido de aprofundar o conhecimento sobre o impacto que o dimensionamento poderá ter no sucesso empresarial; sugere-se também a inclusão de outras variáveis, nomeadamente variáveis externas à empresa, como por exemplo de localização e conjunturais.

Por último, e decorrente ainda das limitações do estudo, seria importante analisar a implicação que a existência de plano de negócios poderá ter no dimensionamento do investimento e conseqüente sucesso empresarial.

REFERÊNCIAS

ÁMBOISE, GÉRALD e MULDOWNNEY, MARIE (1988), “*Management theory for small business: attempts and requirements*”, Academy of Management Review, Vol. 13, Nº. 2, pp. 226-240.

ANG, S. JAMES (1991), “*Small business uniqueness and the theory of financial management*”, The Journal of Small Business Finance, Vol. 1, Nº. 1, pp. 1-13.

ARNOLD, G. C. e HATZOPOULOS, P. D. (2000), “*The Theory-Practice Gap in Capital Budgeting: Evidence from the United Kingdom*”, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 27, Nº 5 e 6, June/ July, pp. 603-626.

ARROW, K. (1968), “*Optimal capital policy with irreversible investment*”. In: WOLF, J. (ed) Value, capital, and growth: essays in honor of sir John Hicks. Edinburgh: Edinburgh University Press.

ASSAF NETO, A. (1997), “*A dinâmica das decisões financeiras*”. Revista Contabilidade & Finanças. São Paulo, Vol.12, Nº. 16, pp. 9-25, Jul./ Dez. 1997.

BATES, T. (1990), “*Entrepreneur, Human capital inputs and small business longevity*”, Review of Economics and Statistics, November, pp. 551-559.

BAXTER, N. (1967), “*Leverage, risk of ruin, and the cost of capital*”, Journal of Finance, Vol. 2, pp. 3, 395-404

BECK, T., DEMIRGÜÇ-KUNT, A. e MAKSIMOVIC, V. (2004), “*The determinants of financing obstacles*”, World Bank Policy Research Working Paper 3204.

BERGER, A. e UDELL, G. (1998), “*The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*”, Working Paper, The Federal Reserve Board, Finance and Economics Series, <http://www.federalreserve.gov/feds/1999>, 17/01/2000.

BERNANKE, B. (1983), “*Irreversibility, uncertainty and cyclical investment. Quarterly Journal of Economics*”. Vol. 98, Feb, pp.85-106.

BERNANKE, B. e GERTLER, M. (1995), “*Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission*”, The Journal of Economic Perspective, Vol. 9, Nº.4, pp. 27-48.

BINKS, M. e ENNEW, C. (1997), “*Smaller businesses and relationship banking: the impact of participative behaviour*”, Entrepreneurship Theory & Practice, Vol. 21, Nº. 4, pp. 83-92.

BLINDER, A. e MACCINI, L. (1991), “*Taking Stock: A Critical Assessment of Recent Research on Inventories*”, Journal of Economics Perspectives, Vol. 5, pp. 73-96.

BLOCK, S. (1997), “*Capital budgeting techniques used by small firms in the 1990s*”, The Engineering Economist, Vol. 42, Nº. 4, pp. 289-302.

BOND, S. e REENEN, V. (2002), “*Microeconomic Models of Investment and Employment*”, Mimeo, The Institute for Fiscal Studies, London.

BREALEY, R. e MYERS, S. (1998), *Princípios de Finanças Empresariais*, McGraw-Hill, Quinta edição, Portugal.

BROUNEN, D, YONG A. e KOEDIJK, K. (2004), “*Corporate Finance in Europe: Confronting Theory and Practice*”, Financial Management, Vol. 33, Nº. 4, pp. 71-101.

BYERS, S., GROTH, J. e BOGERT, J. (1996), “*Capital, economic returns and the creation of value*”, Management Decision, Vol. 34, Nº 6; pp. 21-30.

CHAGANTI, R., DECAROLIS, D. e DEEDS, D. (1995), “*Predictors of capital structure in small ventures*”, Entrepreneurship Theory & Practice, Winter, pp. 7-18.

CHEN, S. (1995), “*An empirical examination of capital budgeting*”, The Engineering Economist, Vol. 40, Nº. 2, pp. 145-157.

CONSO, P. (1975), *A Gestão Financeira das Empresas*, Rés Editora, Porto.

COSTA, A. (2000), "*Financiamento da iniciativa microempresarial e território*", Actas do VI Encontro Nacional da APDR, pp. 575-588.

CRUTCHLEY, C. e HANSEN, R. (1989), "*A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends*", *Financial Management*, Winter, pp. 36-46.

DANIELSON, M e SCOTT, J. (2006), "*The Capital Budgeting Decisions of Small Businesses*", *Journal of Applied Finance* (Fall /Winter) pp. 45-56

EISNER, R. e NARDIRI, M.I. (1962), "*Investment Behavior and Neo-Classic Theory. The Review of Economics and Statistics*", Vol. 52, pp. 190-203.

EISNER, R. (1969), "*Investment and frustration of econometricians*", *The American Economic Review*, Vol. 59, Nº. 2, pp. 50-64.

EVANS, D. e LANGFORD, B.(1992), "*A model for socially responsible new technology decisions*", *Journal of Applied Business Research*, Vol. 9, Nº. 1, Winter 1992-1993, pp. 77-86.

FABOWALE, L., ORSER, B. e RIDING, A. (1995), "*Gender, structural factors, and credit terms between Canadian small business and financial institutions*", *Entrepreneurship Theory & Practice*, Summer, pp. 41-65.

FAZZARI, S. e HUBBARD, G. e PETERSEN, B. (1988), "*Financing constraints and corporate investment*", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, pp.141-95.

FEENEY, L. e RIDING, A. (1998), "*Business owners fundamental trade-off: finance and the vicious circle of growth and control*", *Conference Proceedings, International Council of Small Business*, Singapore.

FREEMAN, M. e HOBBS, G. (1991), "*Capital budgeting: theory versus practice*", *Australian Accountant*, Vol. 5, Nº. 8, pp. 36-41.

GITMAN, L. (2002), *Princípios de Administração Financeira*, 7 ed. São Paulo: Harbara.

GRABLOWSKY, B. e BURNS, W. (1980), “*The application of capital allocation techniques by small business*”, Journal of Small Business Management, March, pp. 50-58.

GRANT, J. e SHRIVASTAVA, P. (1985), “*Empirically derived models of strategic decision-making processes*”, Strategic Management Journal, Vol. 6, pp. 97-113.

GRAY, J. e JOHNSTON, K. (1977), Contabilidade e Administração, São Paulo: Mcgraw-Hill do Brasil.

GUERRA, A. C. (2000), "Competitividade, Empresas e Estado", Contemporânea Editora.

HOLMES, S. e KENT, P. (1991), “*An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises*”, The Journal of Small Business Finance, Vol. 2, Nº. 1, pp. 141-154.

HOSHI, T., KASHYAP, A. e SCHARFSTEIN, D. (1991), “*Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese industrial groups*”, Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, pp. 33-60.

HUNSDIEK, D. (1985), “*Financing of start-up and growth of new technology-based firms in West Germany*”, International Small Business Journal, Vol. 4, Nº. 2, pp. 10-24.

HUTCHINSON, P. e RAY, G. (1983), The Financing and Financial Control of Small Enterprise Development, Gower Publishing Company Limited, England.

IAPMEI/Direcção de Planeamento e Estudos – Fevereiro 2008, “*Sobre as PME em Portugal*”, <http://www.iapmei.pt>, 08 de Janeiro de 2009.

IAPMEI / EICPME - <http://www.eicpme.iapmei.pt>, 13 de Janeiro de 2009.

JENSEN, G., SOLBERG, D. e ZORN, T. (1992), “*Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies*”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 27, Nº. 2, pp. 247-263.

JONES, G., WALKER, J. e KOHERS, T. (1993); “*A survey to identify reasons to denial of small business requests*”, Managerial Finance, Vol. 19,N, pp. 50-61.

KAPLAN, S. e ZINGALES, L. (1997), “*Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?*”, Quarterly Journal of Economics, Vol.122 N°1, pp.169-215.

KEASEY, K. e MCGUINNESS, P. (1990); “*Small new firms and the return to alternative sources of finance*”, Small Business Economics, Vol. 2, pp. 213-222.

KIM, H. (1978), “*A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity*”, The Journal of Finance, Vol. 33, N.º 1, pp. 45-64.

KRAUS, A. e LITZENBERGER, R.H. (1973), “*A state-preference model of optimal financial leverage*”, The Journal of Finance, Vol. 28, N.º 4, pp. 911-922.

LEMOS, M.V. (1998), “*O papel das incubadoras de empresas na superação das principais dificuldades das pequenas empresas de base tecnológica*”, Dissertação apresentada na Universidade Federal do Rio de Janeiro para obtenção do grau de Mestre.

MARK, V. (1998), “*A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency the Venture Capital*”, <http://www.informaworld.com/smpp/title~content=t713798069~db=all~tab=issueslist~branches=2>, Vol. 22, N.º. 2, April 2000 , pp. 91 - 109

MARTINS, A. (2002), “*Escolhas financeiras e investigação em finanças: as perspectivas das empresas da região centro de Portugal*”, in Actas das XII Jornadas luso-espanholas de Gestão Científica, Universidade da Beira Interior, Covilhã.

MATEUS, C. (2004), “*Risco de crédito. Como se financiam as empresas portuguesas?*”, Economia Pura + Gestão Pura, Outubro, pp. 104-108.

MATIAS, M. (2006), “*A importância do relacionamento bancário no financiamento das PME portuguesas: Estudo aplicado à região centro*”, Tese apresentada na Universidade da Beira Interior para obtenção do grau de Doutor em Gestão.

MCCONNELL, J. e PETTIT, R. (1984), “*Application of the modern theory of finance to small business firms*”, em Horvitz, Paul M. e Pettit, R. Richardson (eds.), Small

Business Finance: Problems in Financing Small Businesses, London, Jai Press, Inc., pp. 97-126.

MCMAHON, R., HOLMES, S., HUTCHINSON, P. e FORSAITH, M. (1993), *Small Enterprise Financial Management – Theory and Practice*, Harcourt Brace & Company, Australia.

MCMAHON, R. e STANGER, A. (1995), “*Understanding the small enterprise financial objective function*”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Summer, pp. 21-39.

MENEZES, H. (1995), *Princípios de Gestão Financeira*, Editorial Presença, Lisboa, 5ª edição.

MYERS, S. e MAJLUF, N. (1984), “*Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have*”, *Journal of Financial Economics*, Vol.13, Nº. 2, pp. 187-221.

MYERS, S.C. (1984), “*The capital structure puzzle*”, *Journal of Finance*, Vol. 39, Nº. 3, pp. 575- 592.

ORTIZ-MOLINA, H. e PENAS, M. (2004), “*Lending to Small Businesses: The Role of Loan Maturity in Addressing Information Problems*”, (mimeo), Dept. of Finance, Saunder School of Business, The University of British Columbia, Canada.

PEREIRA, C. (2001), “*Ambiente, empresa, gestão e eficácia*”. In: CATELLI, Armando. (Coord),. *Controladoria: uma abordagem de gestão economia GECON*, São Paulo: Atlas, pp. 35-80.

PEEL, M. e WILSON, N. (1996), “*Working Capital and Financial Management Practices in the Small Firm Sector*”, *International Small Business Journal*, Vol. 14, Nº. 2, pp. 52-68.

PETERSEN, M. E RAJAN, R. (1994), “*The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data*”, *Journal of Finance*, Vol. 49, Nº.1, pp. 3-37.

RAMAKRISHNAM, R. e THAKOR, A. (1984), "*Information reliability and a theory of financial intermediation*", *Revue of Economic Studies*, Nº. 51, pp. 415-432.

ROSS, S. (1973); "*The Economic Theory of Agency: The Principal Problems*", *The American Economic Review*, Vol. 63, Nº. 2, pp. 134-139.

SANTOS, C. (s.d.), "*Sector da Indústria de Panificação, Pastelaria e Similares*", Associação Do Comércio e Indústria da Panificação, Estudo Económico.

SANGSTER, A. (1993), "*Capital Investment appraisal techniques: a survey of current usage*", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 20, Nº. 3, pp. 307-333.

SALLOUM, C. e VIGIER, H. (1999), "*Los problemas del Financiamiento de la Pequeña y Mediana Empresa: la Relacion Bancos-Pymes*", *Revista de la Escuela de Economia y Negocios*, año I, Nº3, Diciembre, pp. 55-72.

SCHERR, F., SUGRUE, E., TIMOTHY, B. e WARD, J. (1993), "*Financing the small firm start-up: determinants of debt use*", *The Journal of Small Business Finance*, Vol. 3, Nº. 1, pp. 17-36.

SCHMIDT-HEBBEL, K., L.SERVEN e A.SOLIMANO (1994), "*Saving, Investment and Growth in Developing Countries: An Overview*" World Bank Policy Research Working Paper 1382.

SCIALOM, L. (1999), *Économie Bancaire*, Colection Repères, Ed. La Decouverte.

SCHNABEL, J. (1992), "*Small business Capital Structure Choice*", *Journal of Small Business Finance*, Vol 2, Nº1, pp. 13-21.

SCOTT, J. (1976), "*A theory of optimal capital structure*", *Bell Journal of Economics*, Spring, pp. 33-54.

STIGLITZ, J. e WEISS, A. (1981), "*Credit Rationing in Markets with Imperfect information*", *The American Economic Review*, Vol. 71, Nº3, June, pp. 393-410.

VIEIRA, M. (2002), "*Contribuições da perspectiva institucional para a análise das organizações: possibilidades teóricas, empíricas e de aplicação*", *Organizações & Trabalho*, Lisboa, Nº. 28, pp 21.

VIGNERON, L. (2001), "*Intermédiation financière et relations de clientèle Banque entreprise*", Séminaire International Francophone de Finance 14 et 15 Septembre. Université de Rennes. Rennes.

WALKER, A. (1989), "*Financing the small firm*", Small Business Economics, Vol. 1, p. 85-296.

WILSON, N. e PEEL, M. (1996), "*Working capital and financial management practices in the small firm sector*", International Small Business Journal, Vol. 2,Nº. 14, pp. 52-68.

YIN, R. (2001), *Estudo de Caso: Planejamento e Técnicas*, Porto Alegre: Bookman.

ANEXOS

ANEXO A: Guião da Entrevista

GUIÃO DA ENTREVISTA

A - CARACTERIZAÇÃO GENÉRICA DOS DIRIGENTES DA EMPRESA

A.1 Os dirigentes principais da empresa são: <input type="checkbox"/> Proprietários <input type="checkbox"/> Gestores <input type="checkbox"/> Outros	
A.2 Os principais responsáveis pela gestão financeira da empresa são: <input type="checkbox"/> Proprietários <input type="checkbox"/> Gestores contratados <input type="checkbox"/> Outros	
Caso a empresa tenha vários dirigentes principais, escolha um deles para dar as seguintes informações Função na empresa:	
A.3 Sexo: <input type="checkbox"/> Feminino <input type="checkbox"/> Masculino	A.4 Idade (anos):
A.5 Nível de Formação: <input type="checkbox"/> Ensino básico <input type="checkbox"/> Ensino Secundário <input type="checkbox"/> Ensino Superior <input type="checkbox"/> Outro	
A.6 Qual o número de anos a dirigir a empresa?.....	A.7 Qual o número total de anos com experiência em gestão de empresas?.....

B – CARACTERIZAÇÃO DO INVESTIMENTO

- B.1 – Quais os motivos que levaram à decisão de investir?
- B.2 – Quem tomou parte na decisão de investimento?
- B.3 – Quando decidiram investir recorreram a algum aconselhamento técnico? Qual?
- B.4 – Na fase de pré-investimento, procedem à análise/avaliação de risco dos investimentos a realizar?
- B.5 - Foi elaborado algum plano de negócios do investimento e prevista a sua viabilidade? Com base em que método de análise?
- B.6 – Quando teve início o investimento?
- B.7 – Quando terminou?
- B.8 – Quem liderou o investimento?
- B.9 – O investimento foi realizado conforme inicialmente previsto?
- B.10 – Houve desvios significativos, porque? Eram indispensáveis?
- B.11 – Foram quantificados esses desvios? E foi analisada a continuidade da viabilidade do investimento?
- B.12 – Houve investimentos subsequentes? Estavam relacionados directamente com o investimento inicial?

C – FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO

- C.1 – Quais as fontes de financiamento do investimento?
- C.2 – Houve intervenção bancária? Se sim, de quantas IC?
- C.3 – O(s) Banco(s) prestou(ram) acompanhamento durante a fase de investimento?
- C.4 – Como foram financiados os desvios do investimento?

ANEXO B: Elementos contabilísticos “Empresa A”

BALANCO	(em MILHARES de EUROS)		N. EMP: 260	
	2002-12-31	2003-12-31	2004-12-31	MEDIA %
	%	%	%	
ACTIVO				
IMOBILIZADO LIQUIDO	297 47,2	304 44,8	448 62,2	52,1
Imobilizacoes incorporeas	1 0,0	1 0,0	1 0,0	2,9
Imobilizacoes corporeas	559 0,0	562 0,0	732 0,0	88,4
Investimentos financeiros	0,0	0,0	0,0	9,8
Amortizacoes e Provisoes	263- 0,0	259- 0,0	285- 0,0	
EXISTENCIAS	47 7,4	61 8,9	85 11,8	10,9
Mercadorias	6 0,9	5 0,7	46 6,3	2,8
Produtos trab em curso	0,0	0,0	0,0	,3
Subprodutos, desp, refugos	0,0	0,0	0,0	
Produtos acabados e inter	0,0	0,0	0,0	2,7
Materias primas, subs, cons	41 6,5	56 8,2	39 5,4	4,9
Antamentos p/ compras	0,0	0,0	0,0	
DIVIDAS DE TERC M/L P	0,0	0,0	0,0	,8
DIVIDAS DE TERC C/PRZ	129 20,5	146 21,5	74 10,2	28,8
Clientes	11 1,7	18 2,6	28 3,8	19,0
Accionistas	0,0	0,0	0,0	3,2
Estado	17 2,7	27 3,9	37 5,1	1,8
Outros	101 16,0	101 14,8	9 1,2	4,7
TITULOS NEGOCIAVEIS	71 11,3	71 10,4	0,0	,1
DEP BANCARIOS E CAIXA	74 11,7	83 12,2	100 13,8	4,4
ACRESCIMOS E DIFERIM	10 1,5	13 1,9	13 1,8	2,5
TOTAL ACTIVO LIQ	628 100	678 100	720 100	100
CAP PROP E PASSIVO				
CAPITAL PROPRIO				
Capital	25 3,9	25 3,6	25 3,4	12,6
Accoes(quotas) proprias	0,0	0,0	0,0	,1-
Reservas, prest sup, Outros	19 3,0	28 4,1	34 4,7	12,0
Reservas de reavaliacao	10 1,5	10 1,4	10 1,3	2,2
Resultados transitados	99 15,7	178 26,2	230 31,9	4,5
Resultado liq exerc	91 14,4	58 8,5	25 3,4	2,3
PASSIVO	384 61,1	379 55,8	396 55,0	66,3
PROVISOES	0,0	0,0	0,0	,3
DIVIDAS A TERC M/L PRZ	270 42,9	252 37,1	247 34,3	16,2
Emprestimos obtidos	131 20,8	117 17,2	103 14,3	10,3
Accionistas(socios)	4 0,6	4 0,5	4 0,5	2,7
Outros	135 21,4	131 19,3	140 19,4	3,0
DIVIDAS A TERC C/PRZ	93 14,8	103 15,1	129 17,9	45,7
Emprestimos obtidos	3 0,4	21 3,0	50 6,9	12,8
Accionistas(socios)	0,0	0,0	0,0	7,0
Fornecedores	35 5,5	38 5,6	58 8,0	15,7
Estado	40 6,3	24 3,5	11 1,5	2,6
Outros	15 2,3	20 2,9	10 1,3	7,5
ACRESCIMOS E DIFERIM	21 3,3	24 3,5	20 2,7	4,0
TOTAL CAP PROP E PASS	628 100	678 100	720 100	100

2009-04-27 17.28.24

CAE (Rev. 2): 15811 - PANIFICACAO

ANO : 2006

CAE : 1580

DEMONSTRACAO DOS RESULTADOS

(em MILHARES de EUROS)

N. EMP: 260

	2002-12-31	2003-12-31	2004-12-31	MEDIA	%
	%	%	%		
Vendas	663 99,5	0,0	636 100	91,0	
Prestacao de servicos	0,0	642 99,2	0,0	7,0	
Variacao da producao	0,0	0,0	0,0	,6	
Outros proveitos oper	3 0,4	5 0,7	0,0	1,2	
PROVEITOS OPERACIONAIS	666 100	647 100	636 100	100	
Custo merc mat cons	244 36,6	232 35,8	293 46,0	52,8	
Fornec serv externos	99 14,8	116 17,9	115 18,0	15,8	
Custos com pessoal	166 24,9	164 25,3	148 23,2	20,6	
Amortizacoes	50 7,5	48 7,4	56 8,8	6,1	
Provisoes	0,0	0,0	0,0	,2	
Impostos	1 0,1	2 0,3	1 0,1	,3	
Outros custos operac	0,0	0,0	0,0	,5	
CUSTOS OPERACIONAIS	560 84,0	562 86,8	613 96,3	96,6	
RESULT OPERACIONAIS	106 15,9	85 13,1	23 3,6		
Proveitos ganhos fin	25 3,7	2 0,3	1 0,1	1,5	
Custos perdas financ	9 1,3	7 1,0	7 1,1	2,3	
Juros e custos simil	9 1,3	7 1,0	7 1,1		
Outros custos p fin	0,0	0,0	0,0		
RESULTADOS FINANCEIROS	16 2,4	5- 0,7-	6- 0,9-	,7-	
RESULTADOS CORRENTES	122 18,3	80 12,3	17 2,6	2,5	
Prov extraordinarios	6 0,9	5 0,7	21 3,3	1,1	
Custos extraordinarios	5 0,7	6 0,9	5 0,7	,6	
RESULTADOS EXTRAORD	1 0,1	1- 0,1-	16 2,5	,5	
RESULTADOS ANTES IMPOSTOS	123 18,4	79 12,2	33 5,1	3,0	
Impostos sobre rendim	32 4,8	21 3,2	8 1,2	,7	
RESULTADO LIQUIDO	91 13,6	58 8,9	25 3,9	2,3	

2009-04-27 17.30.12

BALANCO	(em MILHARES de EUROS)		CAE :1580	
	2005-12-31 %	2006-12-31 %	2007-12-31 %	N.EMP: 260 MEDIA %
ACTIVO				
IMOBILIZADO LIQUIDO	888 73,4	1.330 69,7	1.498 64,9	52,1
Imobilizacoes incorporeas	38 0,0	38 0,0	38 0,0	2,9
Imobilizacoes corporeas	1.122 0,0	1.501 0,0	1.988 0,0	88,4
Investimentos financeiros	76 0,0	151 0,0	0,0	9,8
Amortizacoes e Provisoes	348- 0,0	360- 0,0	528- 0,0	
EXISTENCIAS	137 11,3	117 6,1	184 7,9	10,9
Mercadorias	0,0	68 3,5	111 4,8	2,8
Produtos trab em curso	0,0	0,0	0,0	,3
Subprodutos, desp, refugos	0,0	0,0	0,0	
Produtos acabados e inter	0,0	0,0	0,0	
Materias primas, subs, cons	137 11,3	49 2,5	73 3,1	4,9
Antamentos p/ compras	0,0	0,0	0,0	
DIVIDAS DE TERC M/L P	0,0	0,0	0,0	,8
DIVIDAS DE TERC C/PRZ	165 13,6	404 21,1	577 25,0	28,8
Clientes	45 3,7	161 8,4	347 15,0	19,0
Accionistas	0,0	0,0	0,0	3,2
Estado	101 8,3	100 5,2	7 0,3	1,8
Outros	19 1,5	143 7,5	223 9,6	4,7
TITULOS NEGOCIAVEIS	0,0	0,0	0,0	,1
DEP BANCARIOS E CAIXA	12 0,9	46 2,4	37 1,6	4,4
ACRESCIMOS E DIFERIM	7 0,5	9 0,4	9 0,3	2,5
TOTAL ACTIVO LIQ	1.209 100	1.906 100	2.305 100	100
CAP PROP E PASSIVO				
CAPITAL PROPRIO				
Capital	328 27,1	243 12,7	102 4,4	33,6
Accoes(quotas) proprias	25 2,0	25 1,3	25 1,0	12,6
Reservas, prest sup, Outros	0,0	0,0	0,0	,1-
Reservas de reavaliacao	34 2,8	34 1,7	34 1,4	12,0
Reservados de reavaliacao	12 0,9	13 0,6	13 0,5	2,2
Resultados transitados	253 20,9	256 13,4	171 7,4	4,5
Resultado liq exerc	4 0,3	85- 4,4-	141- 6,1-	2,3
PASSIVO	881 72,8	1.663 87,2	2.203 95,5	66,3
PROVISoes	0,0	0,0	0,0	,3
DIVIDAS A TERC M/L PRZ	0,0	0,0	630 27,3	16,2
Emprestimos obtidos	0,0	0,0	630 27,3	10,3
Accionistas(socios)	0,0	0,0	0,0	2,7
Outros	0,0	0,0	0,0	3,0
DIVIDAS A TERC C/PRZ	869 71,8	1.600 83,9	1.509 65,4	45,7
Emprestimos obtidos	715 59,1	874 45,8	372 16,1	12,8
Accionistas(socios)	3 0,2	4 0,2	54 2,3	7,0
Fornecedores	81 6,6	190 9,9	315 13,6	15,7
Estado	0,0	14 0,7	10 0,4	2,6
Outros	70 5,7	518 27,1	758 32,8	7,5
ACRESCIMOS E DIFERIM	12 0,9	63 3,3	64 2,7	4,0
TOTAL CAP PROP E PASS	1.209 100	1.906 100	2.305 100	100

2009-04-07 19.57.17

CAE (Rev. 2): 15811 - PANIFICACAO

DÊMONSTRACAO DOS RESULTADOS	(em MILHARES de EUROS)		ANO : 2006	
	2005-12-31 %	2006-12-31 %	2007-12-31 %	MEDIA %
Vendas	635 99,8	680 91,6	973 99,3	91,0
Prestacao de servicos	0,0	0,0	0,0	7,0
Variacao da producao	0,0	0,0	0,0	,6
Outros proveitos oper	1 0,1	62 8,3	6 0,6	1,2
PROVEITOS OPERACIONAIS	636 100	742 100	979 100	100
Custo merc mat cons	272 42,7	322 43,3	399 40,7	52,8
Fornec serv externos	146 22,9	165 22,2	226 23,0	15,8
Custos com pessoal	127 19,9	175 23,5	287 29,3	20,6
Amortizacoes	63 9,9	100 13,4	168 17,1	6,1
Provisoes	0,0	0,0	0,0	,2
Impostos	1 0,1	3 0,4	1 0,1	,3
Outros custos operac	0,0	0,0	0,0	,5
CUSTOS OPERACIONAIS	609 95,7	765 103	1.081 110	96,6
RESULT OPERACIONAIS	27 4,2	23- 3,0-	102-10,4-	
Proveitos ganhos fin	0,0	2 0,2	0,0	1,5
Custos perdas financ	23 3,6	55 7,4	113 11,5	2,3
Juros e custos simil	23 3,6	55 7,4	113 11,5	
Outros custos p fin	0,0	0,0	0,0	
RESULTADOS FINANCEIROS	23- 3,6-	53- 7,1-	113-11,5-	,7-
RESULTADOS CORRENTES	4 0,6	76-10,2-	215-21,9-	2,5
Prov extraordinarios	7 1,1	9- 1,2-	75 7,6	1,1
Custos extraordinarios	6 0,9	0,0	1 0,1	,6
RESULTADOS EXTRAORD	1 0,1	9- 1,2-	74 7,5	,5
RESULTADOS ANTES IMPOSTOS	5 0,7	85-11,4-	141-14,4-	3,0
Impostos sobre rendim	1 0,1	0,0	0,0	,7
RESULTADO LIQUIDO	4 0,6	85-11,4-	141-14,4-	2,3


2009-04-07 19.56.47

ANEXO C: Elementos contabilísticos "Empresa B"

MODELO EM VIGOR A PARTIR DE JANEIRO DE 1993

ANTES DE PREENCHER ESTA DECLARAÇÃO LEIA COM ATENÇÃO AS INSTRUÇÕES QUE A ACOMPANHAM

Muito importante



ENTIDADES RESIDENTES QUE EXERÇAM ACTIVIDADE COMERCIAL, INDUSTRIAL OU AGRÍCOLA E NÃO RESIDENTES COM ESTABELECIMENTO ESTÁVEL

MODELO 22

01 PERÍODO DE TRIBUTAÇÃO EXERCÍCIO
 De 01/01/93 a 31/12/93 1993

02 ÁREA DA SEDE, DIRECÇÃO EFECTIVA OU EST. ESTÁVEL
 Rep. de Finanças C. BRANCO 1 a REP CODIGO 06104

03 IDENTIFICAÇÃO DO SUJEITO PASSIVO, LOCAL DA SEDE, DIRECÇÃO EFECTIVA OU DO ESTABELECIMENTO ESTÁVEL

1 Firma ou denominação N.º de identificação fiscal (NIPC) 2

3 Rua, Praça, Av., etc. Número Andar, sala, etc.

6 Localidade 7 Freguesia 8 Telefone

Concelho 10 Código postal

04 TIPO DE SUJEITO PASSIVO

Sociedade por quotas	Sociedade anónima	Sociedade irregular	Outras sociedades	Cooperativa	Empresa pública	Estabelecimento estável	ACE e AEIE	Outros
<input checked="" type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3	<input type="checkbox"/> 5	<input type="checkbox"/> 14	<input type="checkbox"/> 4	<input type="checkbox"/> 6	<input type="checkbox"/> 7	<input type="checkbox"/> 15	<input type="checkbox"/> 8

05 REGISTO DE ALTERAÇÕES

Se houve mudança do enquadramento relativamente a última declaração de rendimentos, ainda não comunicada através de declaração de alterações, assinale com 'X' 1

06 RESULTADO DA DECLARAÇÃO

Com pagamento	Com reembolso	Outro
<input checked="" type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3

07 TIPO DE DECLARAÇÃO

1.ª Declaração de exercício	Declaração de substituição
<input checked="" type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2

08 REGIMES

081 DE TRIBUTAÇÃO DOS RENDIMENTOS

Genral	Não sujeção	Isenção definitiva	Isenção temporária	Redução de taxa	Transição tem. fiscal
<input checked="" type="checkbox"/> 1	<input type="checkbox"/> 2	<input type="checkbox"/> 3	<input type="checkbox"/> 4	<input type="checkbox"/> 5	<input type="checkbox"/> 9

082 ESPECIES DE TRIBUTAÇÃO

Transparência fiscal	Lucro consolidado
<input type="checkbox"/> 7	<input type="checkbox"/> 8

09 DECLARAÇÕES ESPECIAIS: (a preencher, se for caso disso)

Declaração de consolidação	Declaração de transformação de sociedade civil	Anexo à declaração modelo 23	Declaração do exercício de dissolução	Declaração do período de liquidação	Declaração de cessação	Declaração com período especial de tributação
<input type="checkbox"/> 1	Antes da transformação <input type="checkbox"/> 2, Após a transformação <input type="checkbox"/> 3	<input type="checkbox"/> 4	Antes da dissolução <input type="checkbox"/> 5, Após a dissolução <input type="checkbox"/> 6	<input type="checkbox"/> 7	<input type="checkbox"/> 8	Antes da alteração <input type="checkbox"/> 9, Após a alteração <input type="checkbox"/> 10
Data de transformação 11	Data da transformação 11	Data da dissolução 12	Data da dissolução 12	Data da cessação 13	Data da cessação 13	Data da alteração 13

10 DESIGNAÇÃO DAS ACTIVIDADES DE NATUREZA COMERCIAL, INDUSTRIAL OU AGRÍCOLA

actividade principal INDUSTRIA DE PANIFICAÇÃO CÓDIGO CAE 131117110 VOL. DE NEGÓCIOS 21001/2

Outras actividades

42 DOCUMENTOS QUE DEVEM ACOMPANHAR A DECLARAÇÃO

1 - Cópia da acta da reunião ou assembleia de aprovação de contas, quando legalmente exigida, ou declaração justificativa da não aprovação no prazo legal	1
2 - Cópia do relatório e parecer do Conselho Fiscal ou do Conselho Geral e cópia do documento de certificação legal das contas, quando legalmente exigidos	2
3 - Balançotes do Razão Geral antes e depois dos lançamentos de rectificação ou regularização e de ajustamento dos resultados do exercício	2
4 - Mapas de modelo oficial das reintegrações e amortizações contabilísticas	5
5 - Mapa de modelo oficial do movimento das provisões	
6 - Outros, sendo caso disso:	
a) Mapa de modelo oficial das mais-valias e menos-valias fiscais	
b) Documento comprovativo dos créditos contabilísticos	
c) Anexo 22-A (Benefícios Fiscais)	1
d) Anexo 22-B (Regime de Transparência Fiscal)	2
e) Anexo 22-C (Lucro Consolidado)	3
f) Anexo 22-D (Derrama)	4

43 A PRESENTE DECLARAÇÃO CORRESPONDE A VERDADE, NÃO OMITI QUALQUER INFORMAÇÃO RELEVANTE E ESTA DE ACORDO COM OS REGISTOS CONTABILÍSTICOS

Local _____ Data 19/05/94

Assinatura do Representante Legal _____

Assinatura do Técnico de Contas ou do Responsável pela Contabilidade _____

44 RESERVADO NOS SERVIÇOS

RECEPCAO AREA DA SEDE

Data 13/05/94 Distrito/Concelho/Freguesia 50510/205

Código da entidade 205019 Carimbo 0604

Número de lote 3

Número da declaração 4

1.ª REPARTIÇÃO DE FINANÇAS

11 RELAÇÃO DOS REPRESENTANTES PERMANENTES, ADMINISTRADORES, GERENTES E MEMBROS DO CONSELHO FISCAL		
Nome	N.º de identificação fiscal	Cargo
	1	SOCIO GERENTE
	2	SOCIO GERENTE
	3	
	4	
	5	
	6	
	7	
	8	
	9	
	10	

12 DEMONSTRAÇÃO DOS RESULTADOS			
1	Vendas de mercadorias	201	\$
2	Vendas de produtos	202	68.445.568 \$
3	Prestações de serviços	203	\$
4	SOMA (1 + 2 + 3)	204	68.445.568 \$
5	Variação da produção (a)	205	\$
6	Trabalhos para a própria empresa	206	\$
7	Proveitos suplementares	207	\$
8	Subsídios à exploração	208	\$
9	SOMA (4 ± 5 + 6 + 7 + 8)	209	68.445.568 \$
10	Outros proveitos e ganhos operacionais	210	\$
11	Proveitos e ganhos financeiros	211	182.913 \$
12	Proveitos e ganhos extraordinários	212	16 \$
13	TOTAL DOS PROVEITOS (9 + 10 + 11 + 12)	213	68.628.497 \$
14	Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	214	28.333.163 \$
15	Fornecimentos e serviços externos	215	8.698.809 \$
16	Impostos indirectos	216	121.142 \$
17	SOMA (14 + 15 + 16)	217	37.153.114 \$
18	Impostos directos	218	\$
19	Custos com o pessoal	219	26.044.686 \$
20	Outros custos e perdas operacionais	220	87.500 \$
21	Amortizações do exercício	221	2.485.503 \$
22	Provisões do exercício	222	\$
23	Custos e perdas financeiros	223	38.278 \$
24	Custos e perdas extraordinários	224	40.438 \$
25	TOTAL DOS CUSTOS (17 + 18 + 19 + 20 + 21 + 22 + 23 + 24)	225	65.849.519 \$
26	Imposto sobre o rendimento do exercício	226	654.747 \$
27	RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO (a) (13 - 25 - 26)	227	2.124.231 \$
28	RESULTADOS OPERACIONAIS (a)	228	2.674.765 \$
29	RESULTADOS FINANCEIROS (a)	229	144.635 \$
30	RESULTADOS CORRENTES (a)	230	2.819.400 \$
31	RESULTADOS ANTES DE IMPOSTOS (a)	231	2.778.978 \$

(a) Se negativo, inscrever o valor entre parêntesis.

13 DISCRIMINAÇÃO DAS VENDAS, PRESTAÇÕES DE SERVIÇOS E COMPRAS				
	Mercado interno	Mercado externo	Totais	
1	Vendas de mercadorias, produtos e prestações de serviços	68.445.568 \$	234 \$	68.445.568 \$
2	Compras	27.741.165 \$	235 \$	27.741.165 \$

14 CUSTO DAS MERCADORIAS VENDIDAS E DAS MATÉRIAS CONSUMIDAS				
	Mercadorias	Matérias-primas, subsidiárias e de consumo	Totais	
1	Existências iniciais	1.847.318 \$	238 \$	1.847.318 \$
2	Compras (b)	27.741.165 \$	239 \$	27.741.165 \$
3	Regularização de existências		240 \$	
4	Existências finais	1.255.320 \$	241 \$	1.255.320 \$
5	CUSTO DAS MERCADORIAS VENDIDAS E DAS MATÉRIAS CONSUMIDAS (5 = 1 + 2 ± 3 - 4)	28.333.163 \$	242 \$	28.333.163 \$

(b) Inclui direitos aduaneiros, I. V. A. não dedutível e demais despesas adicionais de compras, tais como seguros e fretes.

30

BAL

ATIVO			
IMOBILIZADO	ACTIVO BRUTO	AMORTIZAÇÕES E PROVISÕES	ACTIVO LIQUIDO
1 Imobilizações incorpóreas	1.800.000 \$	\$	1.800.000 \$
2 Imobilizações corpóreas	* 22.231.851 \$	10.820.531 \$	11.411.320 \$
3 Investimentos financeiros	\$	\$	\$
4 Diferença de consolidação positiva	\$	\$	\$
5 SOMA (1 + 2 + 3 + 4)	24.031.851 \$	10.820.531 \$	13.211.320 \$
EXISTÊNCIAS			
6 Matérias-primas, subsidiárias e de consumo	1.255.320 \$	\$	1.255.320 \$
7 Produtos e trabalhos em curso	\$	\$	\$
8 Subprodutos, desperdícios, resíduos e relogos	\$	\$	\$
9 Produtos acabados e intermediários	\$	\$	\$
10 Mercadorias	\$	\$	\$
11 Adiantamentos por conta de compras	\$	\$	\$
12 SOMA (6 + 7 + ... + 11)	1.255.320 \$	634 \$	1.255.320 \$
DIVIDAS DE TERCEIROS E DISPONIBILIDADES			
	CURTO PRAZO	MÉDIO E LONGO PRAZO	TOTAL
1 Clientes, c/ c e títulos a receber	2.775.725 \$	\$	2.775.725 \$
1 Clientes de cobrança duvidosa	\$	641 \$	\$
15 Acionistas (sócios)	\$	\$	\$
16 Adiantamentos a fornecedores	\$	\$	\$
17 Estado e outros entes públicos	193.823 \$	\$	193.823 \$
18 Outros devedores	28.000 \$	\$	28.000 \$
19 Provisões para cobranças duvidosas	\$	645 \$	\$
20 SOMA (13 + 14 + ... + 18 + 19)	2.997.548 \$	\$	2.997.548 \$
21 Títulos negociáveis e outras aplicações de tesouraria	\$	\$	\$
22 Provisões para aplicações de tesouraria	\$	\$	\$
23 SOMA (21 + 22)	\$	\$	1.869.402 \$
24 Depósitos bancários	\$	\$	101.882 \$
25 Caixa	\$	\$	1.971.284 \$
26 SOMA (24 + 25)	\$	\$	\$
ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS			
27 Acréscimos de proveitos	\$	\$	632.456 \$
28 Custos diferidos	\$	\$	632.456 \$
29 SOMA (27 + 28)	\$	\$	649 \$
30 TOTAL DO ACTIVO (5 + 12 + 20 + 23 + 26 + 29)	\$	\$	20.067.928 \$

31	ACCIONISTAS (SÓCIOS)	(saldo credores)
1	Empréstimos	650 1.000.000 \$
2	Resultados atribuídos	\$
3	Lucros disponíveis	\$
4		\$
5		\$
6	TOTAL (1 + ... + 5)	1.000.000 \$

32	ESTADO E OUTROS ENTES PÚBLICOS	
	SALDO DEVEDOR	SALDO CREDOR
1	Imposto s/ rendimento	\$ 4.991 \$
2	Retenções de I. R.	\$ 224.002 \$
3	I. V. A.	193.823 \$ 103.555 \$
4	Contrib. Segurança Social	\$ 859.766 \$
5	Imposto selo	\$ 20.626 \$
6	TOTAL (1 + 2 + ... + 5)	193.823 \$ 1.212.940 \$

35	EMPRESAS EM QUE O DECLARANTE É SÓCIO OU MEMBRO DOS CORPOS GERENTES E EMPRESAS				
	Denominação da empresa	Concelho/Bairro	N.º de identificação fiscal	Porcentagem de participação no capital	
De declarante no da sociedade				De participante no da declarante	
1			660	668	% 676
2			661	669	% 677
3			662	670	% 678
4			663	671	% 679
5			664	672	% 680
6			665	673	% 681
7			666	674	% 682
8			667	675	% 683

CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO

CAPITAL PRÓPRIO	EXERCÍCIO ANTERIOR	
	400.000 \$	400.000 \$
Dólar		
Acções (outras) emitidas	\$	\$
Previdências suplementares	\$	\$
Prémios de emissão de acções (outras)	\$	\$
Ajustamentos de contas de capital em locais e associações	\$	\$
Reservas de reavaliado	\$	\$
15.1 Ao abrigo de legislação fiscal	\$ 711	\$
15.2 Outras		
Outras reservas	3.574.852 \$	5.059.556 \$
Diferença de consolidação negativa	\$	\$
Resultados transiçados	\$	156.827 \$
Resultado líquido do exercício	2.484.705 \$	2.124.231 \$
Dividendos antecipados	\$	\$
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO (11 + 12 + 13 + 14 + 15)	6.459.557 \$	7.526.960 \$

PROVISÕES PARA RISCOS E ENCARGOS

43.1 Provisões nos termos do CCI	\$
43.2 Outras provisões	\$
SOMA (43.1 + 43.2)	\$

DÍVIDAS A TERCEIROS

	CURTO PRAZO	MÉDIO E LONGO PRAZO	TOTAL
Empréstimos obtidos	1.000.000 \$	2.000.000 \$	3.000.000 \$
Fornecedores	337.077 \$	\$	337.077 \$
Acionistas (socios)	\$	1.000.000 \$	1.000.000 \$
Ajustamentos de clientes	\$	\$	\$
Estado e outros entes públicos	1.212.940 \$	\$	1.212.940 \$
Outros credores <i>Fornecedores imobilizado</i>	870.489 \$	3.000.000 \$	3.870.489 \$
SOMA (45 + 46 + 47 + 48 + 49)	5.420.500 \$	6.000.000 \$	9.420.500 \$

ACRESCIMOS E DIFERIMENTOS

Acrescimos de custos	3.120.468 \$
Proventos diferidos	\$
SOMA (52 + 53)	3.120.468 \$
TOTAL PASSIVO (44 + 51 + 54)	12.540.968 \$
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO (1 + 2 + 55)	20.067.928 \$

33 PARTICIPAÇÕES NO CAPITAL SOCIAL

	Valor	%
Do Estado e entidades públicas	749	%
De empresas públicas	750	%
De empresas privadas nacionais	751	100 %
De não residentes	752	%
De outros	753	%
TOTAL	100	%

34 DISTRIBUIÇÃO DOS RESULTADOS CONFORME DELIBERAÇÃO DA ASSEMBLEIA GERAL DE QUE APROVOU O BALANÇO

	Valor	%
1 Resultados transiçados	754	56.827 \$
2 Resultados acumulados/retornos disponíveis	755	\$
3 Percentagens ou gratificações a corpos gerentes	756	\$
4 (idem do ponto 3)	757	\$
5 Reservas	758	2.067.404 \$
6	759	\$
7 SALDO APÓS DISTRIBUIÇÃO	760	- \$

35 DECLARANTE (PARTICIPAÇÕES SUPERIORES A 10% DO RESPECTIVO CAPITAL SOCIAL)

Valores em contos

EMPRESAS DO DECLARANTE	EMPRESAS DO DECLARANTE	EMPRESAS DO DECLARANTE	EMPRESAS DO DECLARANTE	EMPRESAS DO DECLARANTE

BALANCO	(em MILHARES de EUROS)		1997-12-31 MEDIA %	
	1995-12-31 %	1996-12-31 %	1997-12-31 %	MEDIA %
ATIVO				
IMOBILIZADO LIQUIDO	426 68,7	474 56,1	550 55,1	52,1
Imobilizacoes incorporeas	22 0,0	27 0,0	27 0,0	2,9
Imobilizacoes corporeas	491 0,0	604 0,0	774 0,0	88,4
Investimentos financeiros	0,0	0,0	0,0	9,8
Amortizacoes e Provisoes	88- 0,0	157- 0,0	251- 0,0	
EXISTENCIAS	6 1,0	29 3,4	32 3,2	10,9
Mercadorias	0,0	1 0,1	2 0,2	2,8
Produtos trab em curso	0,0	0,0	0,0	,3
Subprodutos, desp, refugos	0,0	0,0	0,0	
Produtos acabados e inter	0,0	0,0	0,0	2,7
Materias primas, subs, cons	6 1,0	27 3,2	30 3,0	4,9
Antamentos p/ compras	0,0	0,0	0,0	
DIVIDAS DE TERC M/L P	0,0	0,0	0,0	,8
DIVIDAS DE TERC C/PRZ	151 24,3	134 15,9	158 15,8	28,8
Clientes	19 3,0	88 10,4	128 12,8	19,0
Accionistas	0,0	0,0	0,0	3,2
Estado	48 7,8	40 4,8	18 1,8	1,8
Outros	83 13,3	5 0,6	10 1,0	4,7
TITULOS NEGOCIAVEIS	0,0	30 3,6	52 5,2	,1
DEP BANCARIOS E CAIXA	32 5,2	167 19,7	199 19,9	4,4
ACRESCIMOS E DIFERIM	3 0,6	8 1,0	6 0,6	2,5
TOTAL ACTIVO LIQ	620 100	845 100	998 100	100
CAP PROP E PASSIVO				
CAPITAL PROPRIO	224 36,0	314 37,2	319 32,0	33,6
Capital	101 16,3	101 12,0	101 10,1	12,6
Accoes (quotas) proprias	0,0	0,0	0,0	,1-
Reservas, prest sup, Outros	115 18,6	141 16,7	165 16,5	12,0
Reservas de reavaliacao	0,0	0,0	0,0	2,2
Resultados transitados	0,0	0,0	0,0	4,5
Resultado liq exerc	6 1,1	71 8,4	52 5,2	2,3
PASSIVO	396 63,9	530 62,7	679 67,9	66,3
PROVISoes	0,0	0,0	0,0	,3
DIVIDAS A TERC M/L PRZ	237 38,2	275 32,6	314 31,4	16,2
Emprestimos obtidos	174 28,1	199 23,6	238 23,8	10,3
Accionistas (socios)	0,0	76 8,9	76 7,6	2,7
Outros	62 10,0	0,0	0,0	3,0
DIVIDAS A TERC C/PRZ	57 9,2	79 9,4	200 20,0	45,7
Emprestimos obtidos	22 3,6	0,0	0,0	12,8
Accionistas (socios)	0,0	0,0	0,0	7,0
Fornecedores	28 4,5	47 5,5	93 9,3	15,7
Estado	6 1,0	21 2,5	32 3,2	2,6
Outros	0,0	10 1,2	74 7,4	7,5
ACRESCIMOS E DIFERIM	102 16,4	175 20,7	164 16,4	4,0
TOTAL CAP PROP E PASS	620 100	845 100	998 100	100

NR CLIENTE: NIPC
 CAE(Rev.2): 15810 - PANIFICACAO E PASTELARIA

ANO :2006
 CAE :1580
 N.EMP: 260

DEMONSTRACAO DOS RESULTADOS	(em MILHARES de EUROS)		1997-12-31 MEDIA %	
	1995-12-31 %	1996-12-31 %	1997-12-31 %	MEDIA %
Vendas	359 99,6	691 80,6	873 76,6	91,0
Prestacao de servicos	0,0	163 19,0	265 23,3	7,0
Variacao da producao	0,0	0,0	0,0	,6
Outros proveitos oper	1 0,3	2 0,2	0,0	1,2
PROVEITOS OPERACIONAIS	360 100	858 100	1.139 100	100
Custo merc mat cons	128 35,6	331 38,6	434 38,1	52,8
Fornec serv externos	46 12,8	114 13,3	162 14,2	15,8
Custos com pessoal	146 40,7	247 28,8	352 30,9	20,6
Amortizacoes	16 4,5	69 8,0	93 8,2	6,1
Provisoes	0,0	0,0	0,0	,2
Impostos	0,2	1 0,1	1 0,1	,3
Outros custos operac	0,0	0,0	6 0,5	,5
CUSTOS OPERACIONAIS	339 94,1	764 89,0	1.051 92,3	96,6
RESULT OPERACIONAIS	21 5,8	93 10,9	87 7,6	
Proveitos ganhos fin	0,1	2 0,2	6 0,5	1,5
Custos perdas financ	11 3,2	32 3,8	35 3,0	2,3
Juros e custos simil	0,0	0,0	0,0	
Outros custos p fin	0,0	0,0	0,0	
RESULTADOS FINANCEIROS	10- 3,0-	30- 3,5-	28- 2,5-	,7-
RESULTADOS CORRENTES	10 2,7	63 7,3	58 5,1	2,5
Prov extraordinarios	0,0	22 2,6	21 1,8	1,1
Custos extraordinarios	0,0	0,0	4 0,4	,6
RESULTADOS EXTRAORD	0,0	22 2,6	16 1,4	,5
RESULTADOS ANTES IMPOSTOS	9 2,7	85 9,9	75 6,5	3,0
Impostos sobre rendim	2 0,7	13 1,6	22 1,9	,7
RESULTADO LIQUIDO	6 1,9	71 8,3	52 4,6	2,3

2009-04-08 10.45.27