

Diana Catarina Coelho da Silva Neto

17 805

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.

Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa

Dissertação de Mestrado em Gestão de Empresas

Trabalho realizado sob a orientação de:

Prof. Doutor Ricardo V. F. Costa

Instituto Universitário da Maia

Setembro de 2014

Diana Catarina Coelho da Silva Neto

Nº (de aluna) 17 805

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes. Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Dissertação de Mestrado em Gestão de Empresas

Trabalho realizado sob a orientação de:

Professor Doutor Ricardo Vergueiro Fernandes Costa – Instituto Universitário da Maia.

Setembro de 2014

Dedicatória

À minha família, que sempre lutou para que conseguisse realizar os meus sonhos.

AGRADECIMENTOS

O espaço limitado desta secção não me permite agradecer devidamente a todos aqueles que ao longo deste percurso contribuíram directa ou indirectamente para a concretização deste objectivo. Desta forma deixo aqui algumas palavras, mesmo que poucas, que expressam a minha gratidão àqueles que desde sempre me apoiaram e acreditaram neste trabalho.

Ao professor Doutor Ricardo Costa, pela oportunidade e privilégio da sua orientação, que em muito contribuiu para o enriquecimento desta investigação. Agradeço o apoio e a sua disponibilidade incondicional.

Aos meus pais e à minha avó materna, que acreditaram e apoiaram-me neste percurso, dando-me sempre alento nos momentos menos bons com as melhores palavras de confiança, carinho e amor.

Ao meu marido e em especial ao meu filho Martim, de quem descuidei um pouco a minha atenção e a minha disponibilidade, mesmo sendo eles os meus pilares.

Ao meu avô materno, que embora já não se encontre presente sei que onde estiver se sentirá orgulhoso dos meus feitos, pois é uma fonte de força para mim.

Ao professor Doutor João Carvalho, pelo seu esclarecimento em questões da parte estatística.

Quero também deixar reconhecimento à Joana e à Cecília, pela sua ajuda e disponibilidade nos momentos que menos me sentia capaz.

Expresso ainda sentimento idêntico a todos aqueles que de alguma forma me tornaram mais forte e capaz de concluir esta investigação.

DECISÕES DE FINANCIAMENTO DE PMEs E AS SUAS CONDICIONANTES.

Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

RESUMO

O principal objectivo desta investigação é estudar a estrutura de capital e a estrutura de maturidade da dívida características das empresas do sector do mobiliário do Vale do Sousa, assim como perceber quais as opiniões e percepções dos gestores relativamente às decisões de financiamento das empresas que lideram.

Da revisão da literatura realizada, foi possível perceber que as teorias sobre a estrutura de capital, assim como as relativas à estrutura de maturidade da dívida, têm sido amplamente estudadas ao longo das últimas décadas. No entanto, o mesmo já não acontece com os padrões de endividamento das empresas (como sejam as decisões sobre fontes específicas de financiamento), onde os estudos ainda são escassos.

Para a realização do estudo empírico foi desenvolvido um inquérito por questionário, distribuído numa amostra aleatória de empresas do sector do mobiliário do Vale do Sousa dedicadas apenas à componente industrial do sector.

Através de uma análise estatística, foi-nos possível concluir que a teoria *Pecking Order* é aquela que melhor parece explicar a estrutura de capital das empresas analisadas, embora se detectem também indícios de conformidade com a teoria *Trade-Off*. Ficou também evidenciado que o endividamento de curto prazo é o mais utilizado pelas PMEs analisadas, e as condicionantes que as empresas assumem como sendo as principais no momento da tomada desta decisão prendem-se com o custo do financiamento e com os activos que querem financiar. Já na óptica dos padrões de endividamento, os instrumentos de financiamento bancário a que as empresas recorrem mais frequentemente são o *leasing*, os empréstimos e as contas correntes caucionadas. Foram ainda apontadas quatro fontes alternativas de financiamento como principais, destacando-se a tentativa de negociar as melhores condições possíveis com os

fornecedores. Foram ainda encontradas evidências de que o nível de endividamento é condicionado pela dimensão das empresas, mas não foi possível confirmar que a maturidade da dívida é influenciada pela idade, dimensão e nível de endividamento.

Palavras-chave: Estrutura de Capital, Estrutura de Maturidade da Dívida, PMEs, Financiamento Bancário, Outras Fontes Alternativas de Financiamento.

FINANCING DECISIONS OF SMEs AND THEIR CONSTRAINTS.

An analysis of the furniture sector of Vale do Sousa.

ABSTRACT

The main purpose of this investigation is to study the capital structure and the debt maturity structure characteristic of the companies in the furniture sector of Vale do Sousa, and also to understand the opinions and perceptions of the managers concerning the financing decisions of the companies they lead.

By reviewing the literature, it was possible to understand that the theories about capital structure, as well as the theories about debt maturity structure, have been widely studied throughout the last decades. However, the same can not be said of the financing patterns of companies (namely, the decisions concerning specific sources of finance), where studies proved to be scarce.

A questionnaire survey was developed to perform the empirical study, distributed to a random sample of companies from the furniture sector of Vale do Sousa which dedicate themselves exclusively to the industrial component of that sector.

Through a statistical analysis it was possible to conclude that the Pecking Order theory is the one that seems to best explain the capital structure of the target companies, although traces of conformity with the Trade-off theory can also be detected. It was also clear that short term debt is the one most commonly used by these SMEs, and the conditioning factors companies take as most important when making this decision are related to financing costs and to the assets they want to finance.

Regarding financing patterns, the bank financing tools that these companies resort to more often are leasing, loans and pledged current accounts. There were also four alternative sources of funding assigned as relevant, where the attempt to negotiate the best possible terms with the suppliers stands out.

It was also noticeable that the debt level is constricted by the size of the companies, but it was not possible to confirm that the debt maturity is influenced by age, size and level of indebtedness.

Key words: Capital Structure, Debt Maturity Structure, SMEs, Bank Financing, Other Alternative Sources of Funding.

ÍNDICE:

Agradecimentos	ii
Resumo	iii
Abstract	v
Índice de Gráficos	x
Índice de Tabelas	xi
Lista de abreviaturas	xii
INTRODUÇÃO	13
Motivação e Objectivo do Estudo	16
Questões de Investigação	17
Plano de Apresentação	17

PARTE I: REVISÃO DA LITERATURA

Capítulo 1: ESTRUTURA DE CAPITAL

1.1. Modigliani e Miller	19
1.2. Teoria Trade-off	21
1.3. Teoria Pecking Order	23
1.4. Equity Market Timing	24
1.5. A Estrutura de Capital e a Realidade das PME's	26
1.5.1. Classificação de Pequena e Média Empresa	27
1.5.2. Estudos Empíricos sobre a Estrutura de Capital das PME's	27

Capítulo 2: ESTRUTURA DE MATURIDADE DA DÍVIDA

2.1. Custos de Agência.....	32
2.1.1. Oportunidades de Investimento.....	33
2.1.2. Dimensão	34
2.1.3. Estrutura Accionista	35
2.2. Risco de Liquidez (Alavancagem Financeira).....	36
2.3. Equilíbrio de Maturidade (maturity matching)	37
2.4. Impostos	37
2.5. Assimetria de Informação e Sinalização	39
2.6. Estudos Empíricos sobre Estrutura de Maturidade da Dívida das PMEs	40

Capítulo 3: PADRÕES DE ENDIVIDAMENTO DAS PMEs

3.1. Financiamento Bancário	43
3.2. Fontes Alternativas de Financiamento.....	47
3.3. Estudos Empíricos sobre os Padrões de Endividamento das PMEs	50

PARTE II: ASPECTOS METODOLÓGICOS E EMPÍRICOS

Capítulo 4: ESTUDO EMPÍRICO

4.1. Objectivo e Questões de Investigação.....	55
4.1.1. Objectivo do Estudo	55
4.1.2. Questões de Investigação	55
4.2. Explicação da Construção do Questionário	58
4.3. Metodologia	61
4.3.1. Selecção do Método de Recolha de Dados	62

4.3.2. Caracterização do Sector do Mobiliário do Vale do Sousa	63
4.4. Amostra	67
 Capítulo 5: RESULTADOS EMPÍRICOS	
5.1. Variáveis de Caracterização	69
5.2. Estrutura de Capital	71
5.3. Estrutura de Maturidade da Dívida	76
5.4. Padrões de Endividamento	80
 PARTE III: CONCLUSÕES	
 Capítulo 6: CONCLUSÕES	
6.1. Conclusões	85
6.2. Limitações do Estudo.....	92
6.3. Linhas de Investigação Futuras	92
 BIBLIOGRAFIA	 94
 ANEXOS	
Anexo 1: Questionário Enviado às Empresas.....	107
Anexo 2: Resultados Estatísticos dos Questionários.....	112
Anexo 3: Frequência Relativa das Respostas ao Questionário	115

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Distribuição Regional (NUT II) do Número de Empresas de Fabrico de Mobiliário e de Colchões, 2012	65
Gráfico 2: Distribuição do Número de Empresas de Fabrico de Mobiliário e de de Colchões Localizadas na Região Norte (NUT III), 2012	65
Gráfico 3: Distribuição das Empresas de Fabrico de Mobiliário e de Colchões por Escalão de Pessoal ao Serviço, 2012	66
Gráfico 4: Peso do Sector de Fabrico de Mobiliário e de Colchões na Indústria Transformadora	67
Gráfico 5: Idade das Empresas: Distribuição Percentual	69
Gráfico 6: Número de Funcionários: Distribuição Percentual	70
Gráfico 7: Estrutura de Financiamento: Valores Médios	71
Gráfico 8: Questões sobre a Teoria <i>Trade-Off</i> (percentagem de empresas que responderam “Concordo” ou “Concordo Totalmente”)	72
Gráfico 9: Questões Sobre a Teoria <i>Pecking Order</i> (percentagem de empresas que responderam “Concordo” ou “Concordo Totalmente”)	74
Gráfico 10: Estrutura de Maturidade da Dívida: Valores Médios	77
Gráfico 11: Questões sobre as Condicionantes à Tomada de Decisão sobre a Maturidade da Dívida (percentagem de empresas que responderam “Concordo” ou “Concordo Totalmente”)	78
Gráfico 12: Questões sobre os Instrumentos de Financiamento Bancário (percentagem de empresas que responderam “Quase Sempre” ou “Sempre”)	80
Gráfico 13: Importância da Relação de Proximidade com a Banca: Distribuição Percentual	82
Gráfico 14: Questões sobre as Fontes Alternativas de Financiamento (percentagem de empresas que responderam “Quase Sempre” ou “Sempre”)	83

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Variáveis das Empresas.....	64
Tabela 2: Resultados da regressão do Modelo 1: $ENDIV = \alpha + \beta_1 IDADE + \beta_2 DIM$	76
Tabela 3: Resultados da regressão do Modelo 2: $ENDIV_{cp} = \alpha + \beta_1 IDADE + \beta_2 DIM + \beta_3 ENDIV$	79

LISTA DE ABREVIATURAS

AEP – Associação Empresarial de Portugal;

CAE – Classificação Portuguesa de Actividades Económicas por Ramo de Actividade;

CAE Rev. 3 – Classificação Portuguesa de Actividades Económicas, Revisão 3;

CE – Comissão Europeia;

DIM – Dimensão;

ENDIV – Endividamento;

ENDIVcp – Endividamento de Curto Prazo;

IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação;

INE – Instituto Nacional de Estatística;

IRC – Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas;

IVA – Imposto sobre o Valor Acrescentado;

MM – Modigliani e Miller;

NUT – Nomenclatura comum das Unidades Territoriais Estatísticas;

Nº – Número;

PIB – Produto Interno Bruto;

P_k – Taxa de Retorno de Qualquer Título na Classe K;

PMEs – Pequenas e Médias Empresas;

SPSS – Statistical Package for Social Sciences;

U.E. – União Europeia;

VAB – Valor Acrescentado Bruto;

VIF – Variance Inflation Factor;

VPL – Valor Presente Líquido;

% – Percentagem;

€ - Euro.

INTRODUÇÃO

No contexto da gestão financeira, as decisões sobre a estrutura de capital foram sempre consideradas das mais importantes.

Os pioneiros na moderna teoria financeira sobre a estrutura de capital foram Modigliani e Miller (1958) que estabeleceram que “o valor de uma empresa endividada é semelhante ao valor de uma empresa que não recorre a capital alheio”, assim como “a taxa de rendibilidade que os investidores esperam obter varia proporcionalmente em função do rácio capital alheio/capitais próprios”. Já no ano de 1963, estes mesmo autores desenvolveram um novo artigo com o intuito de corrigir o erro cometido no seu primeiro estudo, uma vez que chegaram à conclusão que os benefícios fiscais associados ao endividamento são maiores do que inicialmente tinham previsto, favorecendo a decisão de financiamento por capitais alheios. No entanto, salientam que a existência desse “escudo fiscal” do endividamento não significa que as empresas devam, em todos os momentos, utilizar o máximo possível de dívida na sua estrutura de capital (Modigliani e Miller, 1963).

As conclusões de Miller e Modigliani serviram de mote a uma vasta corrente de literatura que procurou aprofundar a questão das decisões sobre estrutura de capital, sendo as linhas teóricas predominantes a teoria de *Trade-Off* e a teoria de *Pecking Order*, e têm sido realizados muitos estudos empíricos com a finalidade de encontrar um rácio de endividamento que se aproxime o mais possível da estrutura óptima de capital e que possibilite a maximização do valor para os proprietários das empresas.

A teoria de *Trade-Off*, segundo Myers (1984), defende que a estrutura óptima de capital da empresa depende do equilíbrio entre custos e benefícios do endividamento, mantendo os activos da empresa e os planos de investimentos constantes. Esta teoria apresenta como vantagens do endividamento o escudo fiscal dos juros e uma maior disciplina dos gestores, enquanto que as respectivas desvantagens estão associadas a maiores custos de falência, custos de agência e à perda de flexibilidade financeira.

Por seu lado, a teoria de *Pecking Order*, de acordo com Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), defende que as empresas seguem uma sequência hierárquica aquando das decisões de financiamento, logo não compactua com uma estrutura óptima de capital.

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Desta forma as empresas recorrem primeiramente a fundos gerados internamente (autofinanciamento), e apenas quando estes não forem suficientes para cobrir as necessidades de financiamento é que recorrem a fontes externas, começando pela emissão de dívida e recorrendo à emissão de novas acções apenas em último recurso. Apesar de um crescente consenso quanto ao poder explicativo das teorias aqui referidas, a investigação sobre a estrutura de capital e as suas condicionantes não abrandou com o andar do tempo, dando origem a novas linhas de pensamento em torno deste tema. É o caso, por exemplo, da teoria de *Equity Market Timing* que defende que a estrutura de capital de uma empresa é o resultado cumulativo de tentativas de aproveitar as flutuações temporárias do mercado de capitais, dado que os gestores emitem acções quando estas se encontram a preços elevados (sobreavaliadas) e recompram quando estão a preços baixos (subavaliadas) (Baker e Wurgler, 2002).

Cada uma das teorias identificadas chega a conclusões distintas e não se esgotam todas as hipóteses já formuladas pela teoria financeira, sugerindo que não existe apenas uma teoria da estrutura de capital, mas antes várias teorias, o que leva Myers (2001) a afirmar que “*Não existe uma teoria universal da escolha de endividamento, e não há razão para esperar uma*”.

Mais recentemente o interesse tem-se alargado às determinantes da escolha das empresas sobre a estrutura de maturidade da dívida, com o intuito de encontrar a relação ideal entre endividamento de curto prazo e de médio e longo prazo.

Partindo da hipótese da irrelevância da estrutura da maturidade da dívida proposta por Stiglitz (1974) foram, nas últimas décadas, formuladas várias teorias que exploram as imperfeições do mercado para explicar as decisões sobre a estrutura de maturidade da dívida. Entre esses factores encontram-se os custos de agência, o risco de liquidez (alavancagem financeira), o equilíbrio de maturidade (*maturity matching*), os impostos e a assimetria de informação e sinalização (Majumdar, 2010; Nakamura et al., 2011; Correia, 2012).

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

À semelhança da estrutura de capital, a maturidade da dívida também não é explicada apenas por uma teoria, *“mas antes por um conjunto diversificado de explicações parciais que não foram ainda unificadas numa única teoria”* (Correia, 2012).

Se observarmos bem a realidade portuguesa, verificamos que as empresas de pequena e média dimensão são aquelas que espelham melhor o nosso mercado, a nossa realidade. Segundo Schmieder et al. (2010) as *“PMEs na Alemanha são a espinha dorsal da economia”* realidade essa que não está distante da de Portugal, uma vez que os dados do Instituto Nacional de Estatística (2013) sugerem que as PME representam a maioria de empresas nacionais. Esta importância reflecte-se no nível de emprego que conseguem criar e também, embora de forma um pouco menos acentuada, no volume de negócios que geram a nível nacional, mesmo considerando as circunstâncias difíceis dos últimos anos, a que as PME foram particularmente vulneráveis.

O ambiente financeiro perturbado que se sente na actualidade, decorrente da crise económico-financeira que se instalou em grande parte dos países ocidentais, levou a um acréscimo das necessidades de financiamento externo de muitas empresas, frequentemente difícil de obter.

No que respeita ao financiamento bancário, apontado por vários autores como sendo a principal fonte de financiamento externo utilizado pelas PME, constata-se que as instituições de crédito impõem crescentes restrições resultantes das fragilidades financeiras e da opacidade de informação que as PME transmitem aos financiadores, mas também decorrentes das novas *“regras do jogo”* impostas pela conjuntura económica da actualidade (Matias, 2009; European Central Bank, 2013; Banco de Portugal, 2013).

De acordo com as condições entendidas pelas empresas como mais favoráveis, a apreciação de risco feita pelo Banco e o objectivo específico do pedido de financiamento, as empresas podem financiar-se, entre outras formas, através de empréstimos, *leasing*, *factoring*, *renting*, garantia mútua, descobertos contratados, contas correntes caucionadas, desconto comercial, etc.

Por outro lado, com os constrangimentos crescentes resultantes da queda da procura interna, as PME's têm muitas vezes optado por expandir os seus mercados para outros países, mas como nem sempre se encontram munidas de capital suficiente para conseguirem dar esse passo recorrem a outras formas de financiamento que não seja bancário, designado por Schinck e Sarkar (2012) de *bootstrapping*, que não é mais do que *“o uso de recursos para iniciar e desenvolver um empreendimento com o menor custo possível, ou até mesmo sem nenhum custo”*.

Motivação e Objectivo do Estudo

Embora diversos estudos empíricos sobre a estrutura de capital, a estrutura de maturidade da dívida e os padrões de endividamento tenham vindo a ser desenvolvidos ao longo das últimas décadas, o seu direccionamento específico às PME's é bem mais recente. Inicialmente os trabalhos empíricos realizados focavam-se nas grandes empresas (no caso português, essencialmente as empresas do PSI-20) e os resultados obtidos eram transpostos para as PME's.

Uma vez que o universo das PME's representa uma parte significativa da economia nacional e da economia global, surgiu a necessidade de direccionar o nosso estudo para um sector de actividade. Como a investigadora é natural do Vale do Sousa e este é uma zona geográfica onde se encontra um vasto leque de empresas do sector do mobiliário, optou-se por direccionar o estudo nesse sentido. Acresce que, de acordo com o Instituto Nacional de Estatística (2014), a região do Tâmega, que integra o Vale do Sousa, é a região do país com maior concentração de empresas deste sector, justificando-se assim a escolha desta zona do país como objecto natural da nossa análise.

Neste contexto, pretende-se então verificar qual a estrutura de capital e a estrutura de maturidade da dívida típicas das empresas do sector do mobiliário do Vale do Sousa, assim como perceber quais as opiniões e percepções dos gestores relativamente às decisões de financiamento das empresas que lideram.

Questões de Investigação

De forma a dar resposta cabal ao objectivo geral de investigação atrás enunciado, formularam-se então as seguintes questões de investigação específicas:

1. Qual a estrutura de capital característica das empresas em análise?
2. Confirma-se a aplicação da teoria *Trade-Off* às empresas em estudo, considerando as percepções manifestadas pelos seus gestores?
3. Confirma-se a aplicação da teoria *Pecking Order* às empresas em estudo, considerando as percepções manifestadas pelos seus gestores?
4. Será o nível de endividamento das empresas em análise condicionado pela sua idade e dimensão?
5. Qual a estrutura de maturidade da dívida predominante nas empresas em estudo?
6. Quais as principais condicionantes à tomada de decisão sobre a maturidade da dívida nas empresas em análise, considerando as percepções manifestadas pelos seus gestores?
7. Será a maturidade da dívida das empresas em análise condicionada pela sua idade, dimensão ou nível de endividamento?
8. Quais os principais instrumentos de financiamento bancário a que recorrem as empresas analisadas?
9. Quais as principais fontes alternativas de financiamento a que recorrem as empresas analisadas?

Plano de Apresentação

A presente investigação está organizada em 6 capítulos.

A primeira parte é dedicada à revisão da literatura relevante: no primeiro capítulo está desenvolvido o tema da estrutura de capital e as suas principais teorias, no segundo capítulo abordam-se as principais condicionantes à tomada de decisão sobre a maturidade da dívida e no terceiro e último capítulo desta secção debatem-se os instrumentos de financiamento bancário e as fontes alternativas de financiamento (*bootstrapping*).

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Na segunda parte encontram-se os aspectos metodológicos e empíricos, desenvolvidos nos capítulos quarto e quinto. No quarto capítulo estão descritos os passos do estudo empírico e no quinto capítulo estão presentes os resultados obtidos.

Na terceira parte desta investigação estão presentes as conclusões retiradas após a análise dos dados, assim como algumas limitações e linhas de investigação futuras.

PARTE I: REVISÃO DA LITERATURA

Capítulo 1: ESTRUTURA DE CAPITAL

A estrutura de capital das empresas é um tema que tem vindo a ser objecto de estudo de diversos investigadores da área financeira, especialmente desde meados dos anos 50 do século passado, com o surgimento do trabalho de Modigliani e Miller (1958).

Segundo Menezes (1993) a estrutura de capital *“abrange fundamentalmente a análise do nível e da composição dos capitais permanentes (capitais próprios versus capitais alheios exigíveis a médio e longo prazos)”*. Dito de outra forma, a empresa pode optar por financiamento através de recursos gerados internamente, ou então optar pelo recurso à dívida para financiar os seus activos.

Com o passar dos anos foram surgindo várias teorias com diferentes perspectivas com o intuito de encontrar a estrutura de capital óptima. Embora ainda não tenham conseguido esclarecer totalmente esta problemática, têm de certa forma contribuído para a sua compreensão.

1.1. Modigliani e Miller

A moderna teoria financeira sobre estrutura de capitais teve origem com Modigliani e Miller em 1958, que estabeleceram que *“o valor de uma empresa endividada é semelhante ao valor de uma empresa que não recorre a capital alheio”* assim como *“a taxa de rendibilidade que os investidores esperam obter varia proporcionalmente em função do rácio capital alheio/capitais próprios”*.

Vieito e Maquieira (2010) referem que o modelo desenvolvido por Modigliani e Miller (MM) analisa *“o impacto que a estrutura de capital exerce sobre o valor de mercado da empresa”*.

O modelo inicialmente apresentado por MM pressupõe que a decisão de financiamento de uma empresa é independente da sua estrutura de financiamento, uma vez que depreendem que o mercado de capitais é perfeito, logo há inexistência de custos de agência, inexistência de custos de falência e de transacção e ainda

ausência de impostos. O modelo apresentado por Modigliani e Miller (1958) conduz a três proposições:

- Proposição I – *“O valor de mercado de uma empresa é independente da sua estrutura de capital, e é determinado apenas pela capitalização do seu retorno esperado a uma taxa p_k apropriada para a sua classe”*, ou seja, concluem que o valor da empresa é totalmente independente da sua estrutura de capital. Assim sendo, o valor de mercado de uma empresa sem dívida é igual ao valor de mercado de uma empresa com dívida, assumindo que ambas têm níveis de risco idênticos;
- Proposição II – *“O retorno esperado das acções de uma empresa é igual à taxa de desconto adequada aos resultados esperados de uma empresa não endividada da respectiva classe de risco, mais um prémio de risco financeiro resultante da multiplicação do rácio de endividamento (Dívida/ Capital Próprio) pelo diferencial entre a referida taxa de desconto e a taxa de juro da dívida.”*

De acordo com Vieito e Maquieira (2010) na proposição II está implícito que *“a rendibilidade exigida pelos accionistas é uma função linear do nível de endividamento”*. Desta forma, a taxa de rendibilidade exigida pelos accionistas na empresa que se encontra endividada deverá ser superior à exigida pelos accionistas que aplicaram o seu capital na empresa que é financiada integralmente por capital próprio. Os accionistas da empresa endividada incorrem fundamentalmente em dois tipos de risco, o risco económico-financeiro e o risco de crédito ou de insolvência.

- Proposição III – *“(...) o ponto de decisão para um investimento na empresa será em todos os casos p_k e será completamente inafectada pelo tipo de segurança financeira do investimento”*. Segundo os autores deste modelo, o custo médio ponderado do capital da empresa não pode ser reduzido ao substituir-se dívida por capital próprio, mesmo sendo o custo da dívida inferior ao do capital próprio. A razão é que à medida que a empresa se endivida, o capital próprio tem mais risco, logo a rendibilidade exigida pelos accionistas da empresa endividada

aumenta. O menor custo associado à dívida é assim compensado na exacta proporção por um acréscimo do custo associado ao capital próprio.

No ano de 1963, MM escreveram um novo artigo com o intuito de corrigir os erros cometidos no seu primeiro estudo e adaptarem o modelo à realidade das empresas, pois a não consideração de impostos revelava-se uma falha significativa. Posto isto, introduzem o efeito do imposto sobre o rendimento das empresas. Nesse artigo, "*Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*", chegaram então à conclusão de que os benefícios fiscais associados ao endividamento são maiores do que tinham previsto inicialmente, favorecendo a decisão de financiamento por capitais alheios, pois este contribui positivamente para o valor de mercado da empresa. No entanto, salientam que a existência desse "*escudo fiscal*" do endividamento não significa que as empresas devam, em todos os momentos, utilizar o máximo possível de dívida na sua estrutura de capital, mesmo sendo os juros relativos ao uso de capital alheio dedutíveis fiscalmente e os dividendos não (Modigliani e Miller, 1963).

Embora Modigliani e Miller tenham dado um enorme contributo para a compreensão da estrutura de capital das empresas, é certo que a teoria apresentava ainda algumas lacunas, o que levou ao surgimento de diversas outras teorias que tinham como objectivo explicar quais os factores que influenciam a estrutura de capital das empresas.

1.2. Teoria Trade-off

Myers e Robicheck (1965) foram os prógonos da teoria de *trade-off* e defendiam a existência de uma estrutura de capitais óptima, que maximiza o valor da empresa, resultando num equilíbrio entre benefícios fiscais e custos de falência associados ao endividamento.

A teoria do *trade-off* sustenta a ideia de que o endividamento traz vantagens para a empresa através dos benefícios fiscais como é o caso da dedutibilidade fiscal dos juros, uma vez que esta favorece o uso de dívida. Este efeito simples pode tornar-se complicado pela existência de impostos pessoais (Miller, 1977) e benefícios fiscais para

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

além dos associados à dívida (DeAngelo e Masulis, 1980). Outro benefício da dívida é que reduz os conflitos de agência (Jensen e Meckling, 1976).

As principais desvantagens associadas à emissão de mais dívida são os custos de dificuldades financeiras, os custos de agência desencadeados por conflitos entre accionistas/gestores e credores, e a perda de flexibilidade financeira (Modigliani e Miller, 1963; Jensen e Meckling, 1976). Destas três desvantagens associadas ao endividamento, aquela que é habitualmente considerada mais relevante é a associada ao aumento do risco de negócio, que pode surgir quando a empresa usa o endividamento de forma excessiva e acaba por ser incapaz de atender ao pagamento de juros.

Quanto maior for o grau de endividamento da empresa maior será a probabilidade de incorrer em falência financeira, uma vez que aumenta o risco de a empresa não conseguir fazer face aos seus compromissos ou então fazê-lo fora dos prazos estabelecidos.

De acordo com Warner (1977) os custos de falência podem ser directos ou indirectos:

- Custos Directos – incluem gastos administrativos e legais, como é o caso dos honorários de advogados, auditores e peritos que intervêm no processo de falência, gastos legais e ainda o valor do tempo despendido pelos gestores na administração da falência;
- Custos Indirectos – incluem vendas perdidas, lucros perdidos e possivelmente incapacidade para obter crédito ou emitir títulos.

O mesmo autor refere ainda que os custos directos de falência surgem quando há *“custos de transacção associados à negociação de conflitos entre detentores de direitos”*. Por sua vez, os custos indirectos dependem da *“configuração do mercado”* (Warner, 1977).

Os custos indirectos podem atingir valores considerados extremos e tornarem-se bastante penalizadores, visto representarem perdas para diversos grupos, como fornecedores, clientes, credores e funcionários. Estes grupos terão problemas em

estabelecer relações económicas com a empresa que se encontra em dificuldades financeiras, pois é inevitável a transferência de problemas para cada um deles.

Seguindo esta teoria pode-se inferir que os custos de falência “*são fortes limitadores dos altos níveis de endividamento*” que os gestores desejam, enquanto que por sua vez os benefícios fiscais são “*incentivadores do endividamento*” (Novo, 2009). O equilíbrio destas duas forças é que ditará as decisões relativas à estrutura de capitais, mas se a dívida for utilizada em excesso então dá-se início à perda de valor da empresa, pois a estrutura óptima de capital só é obtida quando os custos de falência e os benefícios fiscais se igualam.

1.3. Teoria Pecking Order

Outra teoria desenvolvida no campo da estrutura de capitais foi designada de *Pecking Order*. Inicialmente proposta por Donaldson em 1961, foi desenvolvida posteriormente por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), que argumentam que a estrutura de capitais, contrariamente ao defendido pela teoria *trade-off*, não se traduz no nível óptimo de endividamento que maximiza o valor da empresa, mas sim de sucessivas decisões óptimas entre as fontes de financiamento, de forma hierárquica, que visam a minimização dos custos originados pela assimetria de informação¹.

Devido à existência do efeito de assimetria de informação os títulos das empresas podem não estar avaliados pelo mercado de forma correcta, uma vez que pode haver subavaliação ou sobreavaliação.

A informação assimétrica irá afectar a escolha entre as fontes de financiamento a ser utilizadas pela empresa. Esta corrente defende que as empresas seguem uma sequência hierárquica aquando das decisões de financiamento. Primeiramente o financiamento é feito através de fontes geradas internamente (autofinanciamento), apenas quando estas não forem suficientes para cobrir as necessidades de financiamento é que os responsáveis pela empresa recorrem a fontes externas, através da emissão de dívida, e só em último recurso recorrem à emissão de acções

¹ De acordo com Harris e Raviv (1991) a assimetria de informação ocorre quando os insiders (gestores das empresas) possuem informações operacionais e características das empresas que os outsiders (investidores) não possuem.

ordinárias como forma de angariação de novo capital (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984).

Esta ordem de preferência encontra-se fundamentada no facto de que os recursos que são gerados internamente não têm custos de transacção e a emissão de novas dívidas é mais propícia a sinalizar uma informação positiva sobre a empresa, contrariamente à emissão de novas acções que é mais propensa a sinalizar uma informação negativa (Nakamura et al., 2007).

Masulis (1980, 1983) afirma que quando uma empresa troca as suas dívidas por acções, acaba por haver uma diminuição no preço das acções, pois os investidores entendem essa decisão como uma “*má notícia*”, sabendo que as empresas tendem a emitir novas acções apenas quando as consideram sobreavaliadas (Myers, 1984).

A existência de assimetria de informação presente no mercado, assim como custos de transacção, levam a que esta teoria identifique uma preferência pelo financiamento com recursos gerados internamente. Desta forma, as empresas consideradas mais rentáveis e que, por consequência, geram mais fluxos de caixa, deveriam ser menos endividadas.

No que respeita ao endividamento, Ross (1977) aponta no seu estudo que os investidores vêem com bons olhos as empresas mais endividadas, pois estas sinalizam a existência de oportunidades futuras de investimento, cujo retorno esperado acaba por superar o custo adicional da dívida utilizada como fonte de financiamento dos novos investimentos, resultando num impacto favorável na rentabilidade esperada das suas acções.

Na teoria *Pecking Order* não há uma estrutura bem definida da qual possa resultar uma combinação óptima entre o capital próprio e o capital alheio. Existem sim “*duas fontes de capitais próprios, interna e externa, uma no topo da hierarquia e outra na base*” (Novo, 2009).

1.4. Equity Market Timing

Uma teoria mais recente surge no ano de 2002 por Baker e Wurgler e intitula-se *Equity Market Timing*. De acordo com esta teoria, a estrutura de capital de uma empresa é o

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

resultado cumulativo de tentativas de aproveitar as flutuações temporárias do mercado de capitais, dado que os gestores emitem acções quando estas se encontram a preços elevados (sobreavaliadas) e recompram quando estão a preços baixos (subavaliadas) (Baker e Wurgler, 2002). *“A intenção é explorar as flutuações temporárias no custo do capital em relação a outras formas de capital”* (Bougatef e Chichti, 2010).

Para Junior (2012) no momento que ocorre a emissão de acções tem que se considerar a *“existência de imperfeições e ineficiências como características do mercado”*, porque desta forma a empresa pode tirar partido da *“sobreavaliação das suas acções, proporcionada pelas falhas do mercado”*.

Esta teoria assenta em alguns fundamentos que são comuns à teoria *Pecking Order*, principalmente no que respeita à inexistência de uma estrutura de capitais óptima que maximiza o valor da empresa, mas se existir então os custos que são provenientes do desvio em relação ao óptimo acabam por ser diluídos pelos benefícios facultados pela estrutura de capitais actual (Rogão, 2006). Partindo do pressuposto por Baker e Wurgler (2002), no caso de existir uma estrutura de capitais óptima os gestores não revertem as suas decisões quando as acções da empresa estão em equilíbrio no mercado, ou seja, quando as acções estão avaliadas correctamente pelos investidores externos, uma vez que não existem ganhos adicionais com a emissão de acções ou com a emissão de títulos de dívida.

As decisões de financiamento são então tomadas de acordo com factores externos à empresa, dado que se centram na valorização das acções ou nos títulos de dívida pelo mercado de capitais, podendo variar em função das expectativas extremas dos investidores (Rogão, 2006).

É ainda de salientar que embora os gestores acreditem que podem determinar o momento mais apropriado para a emissão das acções, não é certo que o consigam fazer com sucesso, pois poderá ocorrer um erro na avaliação das acções ou uma dinâmica da informação assimétrica que os leve a tomar decisões incorrectas.

1.5. A Estrutura de Capital e a Realidade das PMEs

Nas últimas décadas foram realizados vários estudos no âmbito da estrutura de capitais, muito embora este tipo de investigação costume centrar-se nas grandes empresas (no caso português, essencialmente as empresas do PSI-20). Se observarmos bem a realidade portuguesa, verificamos que as PME são aquelas que espelham melhor o nosso mercado, a nossa realidade. Segundo Schmieder et al. (2010) as *“PMEs na Alemanha são a espinha dorsal da economia”*, realidade essa que não está muito distante da de Portugal, uma vez que os dados do Instituto Nacional de Estatística (2013) sugerem que as PME representam a maioria de empresas nacionais, cerca de 99,9%. A importância das PME reflecte-se essencialmente no nível de emprego que conseguem gerar, rondando os 2 978 383 postos de trabalho, e também, mesmo que de uma forma mais ténue, no volume de negócios, apesar das dificuldades que nos últimos anos têm afectado com particular intensidade muitas PME.

Apesar dos números apresentados indicarem que as PME desempenham um papel fundamental na economia, os estudiosos da área das finanças não têm dado o devido valor a estas empresas, como enfatiza Zingales (2000) *“Empiricamente, a ênfase nas grandes empresas levou-nos a ignorar (ou a estudar menos do que o necessário) o resto do universo: as jovens e pequenas empresas, que não têm acesso aos mercados públicos”*.

Este alheamento académico devia-se essencialmente à pouca ou nenhuma informação financeira disponibilizada pelas organizações mais pequenas, visto que a maioria destas empresas não tem os seus títulos negociados em bolsa. Um factor relevante para que as pequenas e médias empresas fossem sendo gradualmente reconhecidas foi o crescente contributo a nível económico para as economias regionais, que originou uma maior consciência (desde logo por parte dos decisores políticos) da importância deste tipo de organizações (Novo, 2009).

1.5.1. Classificação de Pequena e Média Empresa

O Decreto-Lei nº 372/2007 de 6 de Novembro define uma empresa como sendo *“qualquer entidade que, independentemente da sua forma jurídica, exerce uma actividade económica”* (Diário da República, 2007).

Na tentativa de fazer a divisão entre as micro, pequenas e médias empresas considera-se o número de pessoas empregues como um dos critérios mais importantes (critério principal), combinado com o volume de negócios e o balanço total anual (reflectem o património global de uma empresa). Desta forma, em Portugal o Decreto-Lei nº 372/2007 de 6 de Novembro caracteriza de Micro, pequena e média empresa (PME), de acordo com o previsto na Recomendação da Comissão nº 2003/361/CE de 6 de Maio de 2003, qualquer empresa que empregue menos de duzentos e cinquenta trabalhadores e o seu volume de negócios anual não exceda os cinquenta milhões de euros ou o seu balanço total anual não seja superior a quarenta e três milhões de euros. De acordo com o legislador, poderá dizer-se ainda que uma pequena empresa emprega menos de cinquenta pessoas e não ultrapassa os dez milhões de euros de volume de negócios ou balanço total anual. Por sua vez as micro empresas empregam menos de dez pessoas e o volume de negócios ou balanço total anual não ultrapassam os dois milhões de euros. Importa ainda destacar que deixa de ser considerada PME, *“quando 25% ou mais dos seus direitos de capital ou de voto são controlados por uma colectividade pública ou por um organismo público”* (IAPMEI, 2003; Diário da República, 2007).

1.5.2. Estudos Empíricos sobre a Estrutura de Capital das PME's

Ao longo do tempo foram vários os autores que se debruçaram em torno da temática da estrutura de capital das empresas. Nesta parte do presente estudo pretende-se abordar as conclusões a que alguns autores chegaram com o intuito de verificar se as teorias financeiras se aplicam à realidade das PME's, assim como dar a conhecer a política de financiamento mais utilizada pelas mesmas.

Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Daskalakis e Psillaki (2005) analisaram 1252 empresas gregas (base de dados ICAP) e 2006 empresas francesas (base de dados DIANE) no período de 1997 e 2002 utilizando a metodologia de dados em painel com o objectivo de estudar os determinantes da estrutura de capital das PME's dos dois países e analisar e comparar as diferenças entre eles.

Deste estudo resultaram as seguintes conclusões:

- Existência de um comportamento semelhante entre as PME's dos dois países;
- As empresas com uma taxa de crescimento elevada recorrem mais à dívida, contrariamente às empresas com menor taxa de crescimento;
- Relação negativa do endividamento com a composição do activo tangível e a rendibilidade em ambos os países, visto que com muitos activos tangíveis há já uma fonte de retornos estável que leva ao financiamento através de fontes internas e reduz o recurso a financiamento externo.

Após o término do estudo, os autores chegaram à conclusão que a teoria *Pecking Order*, que originalmente surgiu para explicar o comportamento de financiamento das grandes empresas, também é compartilhada pelas PME's.

Mira (2005), com o objectivo de testar as características que afectam a estrutura de capital das pequenas e médias empresas espanholas não financeiras, fez uma análise a 6482 empresas, no período compreendido entre 1994 a 1998, recorrendo à metodologia de dados em painel com controlo da heterogeneidade individual, da actividade e do tempo dos efeitos.

Com a utilização das variáveis taxa de juro, benefícios fiscais da dívida, crescimento, composição do activo, dimensão e rendibilidade, o autor efectuou uma análise ao endividamento de curto, médio e longo prazo.

As conclusões a que chegou foram as seguintes:

- Existência de uma relação significativamente negativa entre os benefícios fiscais da dívida e o endividamento que se deve às maiores taxas de impostos levarem a menores captações de fundos internos, assim como ao aumento do custo do capital, o que contraria a lógica da teoria *Trade-Off*;

Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

- Relação positiva entre a dimensão do activo face ao endividamento da empresa, embora haja uma relação negativa entre estes e o endividamento de curto prazo, culminando no financiamento dos seus activos fixos com dívida de longo prazo e os activos correntes com dívida de curto prazo;
- PME's com mais opções de crescimento incluem mais dívida na sua estrutura de capital, embora a relação seja negativa quando se fala em dívida de curto prazo. O que leva a sugerir que este facto esteja mais ligado ao endividamento a longo prazo.

De acordo com os resultados obtidos, o autor chegou à conclusão que as PME's em estudo se financiam maioritariamente com recursos gerados internamente em vez de optarem por recursos externos, facto esse que leva a que a teoria *Pecking Order* pareça explicar bem a política de financiamento das PME's, embora uma justificação relevante para estes resultados seja atribuída à propensão do gerente em não perder o controlo que detém da empresa.

Lucey e Bhaird (2006) através de uma regressão multivariável a 299 pequenas e médias empresas Irlandesas tinham como objectivo verificar o facto de estas não escolherem o financiamento externo como forma de se financiarem em primeiro lugar. O resultado obtido após o término do estudo sugere que as estruturas de capitais das PME's Irlandesas seguem a teoria *Pecking Order*, uma vez que se encontra subjacente o desejo de independência e controlo, assim como uma percepção de não existência de assimetrias de informação nos mercados de dívida (especificamente, no financiamento bancário).

Vos e Yi (2007) debruçaram o seu estudo em 667 PME's da Nova Zelândia no período de 2001 a 2004, sendo que as variáveis dependentes são baseadas nos valores de 2004 e as variáveis independentes são médias de três anos com valores de 2001 a 2003. O objectivo dos autores era examinar as relações existentes entre as características das empresas e o endividamento recorrendo às variáveis idade, dimensão, crescimento, rentabilidade, composição do activo e risco.

Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

As principais conclusões obtidas neste estudo foram as seguintes:

- Inexistência de correlação entre o nível da dívida e o crescimento das PME's;
- Impacto negativo entre a idade e o nível da dívida, visto que as empresas mais antigas não estão dispostas a utilizar muita dívida porque acumulam fundos internos suficientes para se financiarem.

Como forma de manter o controlo e a independência, as PME's da Nova Zelândia presentes no estudo preferem a utilização de fundos internos, o que vai de encontro à teoria *Pecking Order*.

Beck et al. (2008) realizaram um estudo bastante abrangente ao analisarem 3000 empresas de 48 países.

No que respeita ao número de funcionários constata-se que existem diferenças em relação a Portugal, uma vez que é considerada pequena empresa a que emprega entre 5 a 50 empregados, média empresa entre 51 e 500 empregados e por último grande empresa mais de 500 empregados.

Das empresas em estudo 40% eram pequenas empresas, 40% médias empresas e os restantes 20% grandes empresas.

Os resultados obtidos suportam a ideia de que a dimensão das empresas é um factor importante para se perceber a forma de financiamento preferida. No que respeita às PME's constatou-se que, contrariamente às grandes empresas, usam menos financiamento externo concluindo-se desta forma que a teoria que melhor explica as decisões de financiamento das empresas em estudo é a *Pecking Order*.

Novo (2009) elaborou um estudo no mercado português com a finalidade de verificar se a definição da estrutura de capital das PME's se enquadra em alguma das teorias. Os dados necessários para a realização da pesquisa foram obtidos através da base de dados SABI para um período de 6 anos compreendido entre 2000 e 2005.

O autor deu preferência ao uso da análise de dados em painel de 51 empresas portuguesas que respeitavam os critérios estabelecidos previamente do total de activo, volume de negócios e número de funcionários.

Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Conclui que face à análise das relações entre as variáveis dependentes e as variáveis independentes as PME's em estudo apresentam evidências de seguir a teoria *Pecking Order*.

Serrasqueiro et al. (2011) com base num estudo de análise de dados em painel no mercado português, utilizaram uma amostra com dois tipos de PME's não cotadas em bolsa no período de 1999 e 2006. O primeiro conjunto constituído por 614 empresas familiares e o segundo por 240 empresas não familiares.

O estudo tinha como objectivo responder à pergunta: são as decisões sobre estrutura do capital no seio das PME's diferentes?

Para os autores conseguirem testar o objectivo central do estudo fizeram uma análise da relação entre os factores determinantes da estrutura de capital e a dívida de curto, médio e longo prazo, utilizando determinantes como: rentabilidade, dimensão, idade, activos tangíveis, crescimento, activos intangíveis, taxa de impostos efectiva, benefícios fiscais para além dos associados à dívida e risco.

Os autores não obtiveram resultados que permitam afirmar que a teoria *Trade-Off* e a teoria *Pecking Order* isoladamente expliquem as decisões de estrutura de capital das empresas familiares e não familiares.

Junior (2012) debruçou-se sobre uma análise comparativa da estrutura de capital das PME's e das grandes empresas não financeiras portuguesas, obtendo uma amostra de 466 PME's e 408 grandes empresas no período compreendido entre 2005 e 2009. Os dados foram obtidos segundo uma fonte secundária: base de dados Informa D&B seguindo os critérios total do balanço anual, número de trabalhadores e volume de negócios de acordo com a recomendação nº 2003/361/CE de 6 de Maio.

Através do recurso à metodologia de dados em painel foi possível ao autor concluir que as decisões de financiamento são similares tanto para as PME's como para as grandes empresas, confirmando-se ainda ambas as teorias (teoria *Trade-Off* e teoria *Pecking Order*), uma vez que isoladamente não explicam a estrutura de capital das empresas em estudo.

CAPÍTULO 2: ESTRUTURA DE MATURIDADE DA DÍVIDA

Numa primeira fase, a discussão sobre as opções de financiamento das empresas centrou-se nos factores que influenciam a estrutura de capitais, ou seja, na escolha entre dívida e capital próprio. Em estudos mais recentes tem-se vindo a alargar o debate para a análise das determinantes da escolha das empresas sobre a estrutura de maturidade da dívida (ou seja, a estrutura do endividamento da empresa no que toca aos respectivos prazos de vencimento).

Partindo da hipótese da irrelevância da estrutura de maturidade da dívida que considera a inexistência de impostos e de custos de falência, num contexto em que todas as opções de financiamento da empresa são irrelevantes², foram sendo formuladas, nas últimas décadas, várias teorias que exploram as imperfeições do mercado com vista a explicar as decisões sobre a maturidade da dívida (Stiglitz, 1974).

As teorias que foram surgindo introduziram factores condicionantes como os custos de agência, o risco de liquidez (alavancagem financeira), o equilíbrio de maturidade (*maturity matching*), os impostos e a assimetria de informação e sinalização (Majumdar, 2010; Nakamura et al., 2011; Correia, 2012).

2.1. Custos de Agência

A teoria da agência teve origem em Jensen e Meckling (1976) que definiam “*a relação de agência como um contrato que se estabelece entre uma ou mais pessoas com outra pessoa (o agente) para desenvolver um determinado serviço em seu nome envolvendo a delegação de autoridade no agente*”³. Seguindo a opinião dos autores, numa relação de agência ambas as partes são maximizadoras da utilidade, existindo assim razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal, o que origina conflitos entre as duas partes. Porém, tanto o principal pode actuar de modo a que o agente não se afaste dos seus interesses, quanto o agente

² Já na década de 80 do século passado, Brick e Ravid (1985) demonstram que se as variações de preço das obrigações forem dedutíveis fiscalmente tal como os juros dessas obrigações, então é possível demonstrar a irrelevância da estrutura de maturidade da dívida mesmo na presença de impostos e custos de falência, ou seja, sendo relevante a estrutura de capitais.

³ Jensen e Meckling (1976) referem-se aos accionistas como principal e aos administradores como agentes.

pode agir de modo a comprometer as suas atitudes com os interesses do principal. Assim, Jensen e Meckling (1976) constataram que os problemas de agência surgem quando o agente tenta satisfazer os seus próprios interesses, antes de respeitar os compromissos que assumiu com o principal, originando conflitos entre as partes cuja eliminação acarreta *custos*, designados de *custos de agência*.

Um dos objectivos das organizações é o de minimizar os custos de agência entre os accionistas e os seus credores, que pode ser levado a cabo pelo aperfeiçoamento dos contratos de financiamento com a introdução de *covenants* (Smith e Warner, 1979).

Antoniou et al. (2006) recorrem aos custos de agência para explicar a preferência das instituições financeiras por dívida de curto prazo. De facto, este tipo de empréstimos permite uma maior capacidade de monitorização, pois os gestores são forçados a manter uma relação estreita com os credores para renegociar a dívida.

De acordo com Correia (2012) a influência da teoria da agência na maturidade da dívida reflecte-se através de:

- “*Conflitos de interesses entre accionistas e credores, associado ao problema do subinvestimento (oportunidades de investimento) e à dimensão da empresa*”;
- “*Conflitos de interesses entre accionistas e gestores através da estrutura accionista*”.

2.1.1. Oportunidades de Investimento

Segundo Myers (1977) as dívidas de curto prazo abrandam o efeito do problema de subinvestimento (rejeição de boas oportunidades de investimento). Este problema pode ocorrer quando os accionistas não têm incentivos para investir em projectos com valor presente líquido (VPL) positivo. Quando o nível de dívida é muito alto, os lucros residuais são provavelmente muito próximos de zero, levando a que os grandes beneficiários nesses investimentos sejam os credores (Titman e Wessels, 1988). Assim, quando é emitida dívida que vence antes de expirar a oportunidade de investimento (dívida de curto prazo), os accionistas podem pagar aos credores e manter a rentabilidade do projecto.

Autores como Childs et al. (2005) e Aivazian et al. (2005) concluíram, tal como Myers (1977), que a redução de maturidade da dívida pode contribuir para reduzir os problemas de subinvestimento, logo há uma relação negativa entre a maturidade da dívida e as oportunidades de investimento. Contrariamente, Stohs e Mauer (1996), Antoniou et al. (2006) e mais recentemente Fan et al. (2012) não encontraram evidências empíricas claras de que as oportunidades de investimento estejam correlacionadas negativamente com a maturidade da dívida.

2.1.2. Dimensão

Para Yi (2005), as empresas com maiores oportunidades de investimento futuros tendem a ser as de menor dimensão, afirmação baseada nos estudos de Smith e Warner (1979) que argumentam que as empresas pequenas enfrentam um conflito potencial entre os credores e os accionistas, que pode ser controlado através da emissão de dívida de curto prazo. Os mesmos autores fizeram ainda uma análise à rigidez dos contratos de dívida e à adopção de *covenants* com o objectivo de minimizar os conflitos de interesses entre accionistas e credores, sendo que apontam quatro fontes de conflitos:

- Alteração da política de dividendos;
- Novas emissões de dívida não previstas;
- Substituição dos activos por outros de maior risco;
- Subinvestimento.

Para que se reduza os conflitos de interesses entre os credores e os accionistas, que são superiores nas empresas de menor dimensão devido fundamentalmente a questões de assimetria de informação, tem que se limitar o nível de endividamento (Smith e Warner, 1979).

Para além do já exposto, as empresas de pequena dimensão também se caracterizam, de uma forma geral, por possuírem activos de menor maturidade, muito embora tal esteja relacionado com os sectores de actividade a que pertencem (Scherr e Hulburt,

2001), assim como com o fenómeno de selecção adversa, motivado pelas taxas de falência elevadas nas pequenas empresas (Diamond, 1991).

Por sua vez, Ozkan (2000) argumenta que as empresas maiores possuem menores custos de agência devido à sua facilidade de acesso ao mercado de capitais. Assim sendo, pode dizer-se que a dimensão da empresa e o seu nível de risco podem ser considerados factores relevantes para o problema de agência. *“O custo de agência sugere que as empresas que têm empréstimos em negócios de risco têm um incentivo para minorar o custo de agência encurtando a maturidade”* (Yi, 2005).

2.1.3. Estrutura Accionista

Mais recentemente, surgiu a hipótese da influência da estrutura accionista na maturidade da dívida por Guney e Ozkan (2005) e Datta et al. (2005) que faz alusão aos problemas de agência entre accionistas e gestores quando os interesses não são iguais para ambas as partes.

Jiraporn e Kitsabunnarat (2007) indicam que quando os interesses do gestores se sobrepõem aos interesses dos accionistas, as empresas tendem a contrair mais dívida de longo prazo. Isto acontece devido à preferência dos gestores por uma monitorização reduzida, uma vez que a emissão de dívida a longo prazo está menos sujeita a monitorização externa (Datta et al., 2005).

Guney e Ozkan (2005) acrescentam ainda que quando há uma dispersão elevada de capital nas empresas, os gestores podem tentar livrar-se da monitorização da dívida de curto prazo, aumentando a maturidade da dívida, o que permitirá um aumento da liquidez, redução da probabilidade de falência e ainda para benefício próprio através da utilização do eventual excesso de liquidez. Por outro lado, nas empresas em que os accionistas têm direitos de controlo superiores aos direitos de *cash flow*, a preferência será por emissão de dívida de curto prazo, como forma de reduzir o impacto negativo dos custos de agência no valor da empresa.

2.2. Risco de Liquidez (Alavancagem Financeira)

Segundo Correia (2012), “as empresas enfrentam problemas de liquidez quando o serviço da dívida a curto prazo é superior aos cash-flows gerados nesse período pelos seus ativos”. Assim, de acordo com o modelo desenvolvido por Diamond (1991) o risco de liquidez está associado ao refinanciamento das dívidas de curto prazo, dado que o credor pode estar relutante para voltar a emprestar aquando do vencimento do empréstimo. Quando o mutuário recorre mais à dívida de curto prazo e não gera *cash flows* suficientes acaba por dar controlo aos credores, dado que só pode pagar a dívida antiga recorrendo à emissão de nova dívida.

Os devedores definem a sua estrutura de maturidade óptima confrontando os benefícios da dívida a curto prazo com a expectativa de melhoria do *rating* da empresa e os custos associados ao risco de liquidez. Partindo deste pressuposto, as boas empresas com a intenção de obterem melhores condições de refinanciamento no futuro irão optar por dívida de curto prazo. Estas empresas possuem informação privilegiada favorável ao desempenho futuro e reduzidos custos de liquidez. Ainda de acordo com Diamond (1991), as empresas que se encontram numa situação de maior nível de endividamento poderão ter preferência por dívida com uma maior maturidade, conseguindo desta forma evitar eventuais dificuldades de refinanciamento no futuro e o risco de liquidez.

Jun e Jen (2003) também desenvolveram um modelo de *trade-off* de maturidade da dívida onde argumentam que as empresas escolhem a maturidade da dívida confrontando os benefícios com as desvantagens da dívida a curto prazo⁴. Segundo os autores, as empresas que optam pelo curto prazo estão mais sujeitas ao risco de refinanciamento e risco de falência (a taxa de juro na renovação da dívida pode aumentar), dado que ficam mais vulneráveis a condições microeconómicas e macroeconómicas adversas no momento que precisam de refinanciamento.

⁴ Jun e Jen (2003) entendem por benefícios os menores custos de financiamento, que relacionam com cinco factores: (i) “*Crédito gratuito*”; (ii) Menores montantes de financiamento; (iii) Taxa de juro a curto prazo mais reduzida que a taxa de juro a longo prazo; (iv) Menores custos de agência entre devedores e credores e (v) Os custos de refinanciamento da dívida a curto prazo não têm necessariamente que ser superiores aos de longo prazo, uma vez que necessitam de custos no desenho dos contratos de financiamento menores, tal como menores custos de monitorização. E entendem por desvantagens o risco de refinanciamento e o risco taxa de juro.

No estudo realizado por Antoniou et al. (2006), os autores chegaram à conclusão que a estrutura de maturidade da dívida é independente da qualidade da empresa na Alemanha, França e Reino Unido, enquanto que García-Teruel e Martínez-Solano (2010) e Stohs e Mauer (1996) chegaram a uma conclusão diferente, pois referem que há uma relação monótona entre a estrutura de maturidade da dívida e a qualidade da empresa.

2.3. Equilíbrio de Maturidade (maturity matching)

Myers (1977) argumenta que o problema do subinvestimento surge como consequência de uma tentativa de redução dos conflitos de agência entre accionistas e credores. Os potenciais conflitos podem ser resolvidos ou amenizados, de certa forma, através da combinação entre a maturidade dos activos e dos passivos.

Hart e Moore (1995) confirmam a existência de uma estratégia de imunização por parte das empresas e mostram que quando a depreciação de activos é mais lenta, a maturidade da dívida é mais longa. Por outro lado, Stohs e Mauer (1996) referem que quando a maturidade da dívida é mais curta que a dos activos, a empresa pode ver-se numa situação de não conseguir liquidar as suas dívidas, aquando do seu vencimento, por não ter suficiente geração de fluxos de caixa.

A implicação empírica mostra que deve existir uma relação positiva entre os activos e a maturidade das dívidas (Nakamura et al., 2011).

Os estudos de Antoniou et al. (2006) e Stohs e Mauer (1996) confirmam a teoria, enquanto que García-Teruel e Martínez-Solano (2010) não encontraram evidência de que as decisões sobre a maturidade da dívida sejam afectadas pela maturidade dos activos.

2.4. Impostos

Modigliani e Miller (1958) demonstraram a irrelevância da estrutura de capitais em mercados perfeitos, sem impostos. Desde o trabalho pioneiro destes autores, a influência dos impostos tem sido um tema bastante discutido quer na estrutura de capitais, quer na estrutura de maturidade da dívida. Mais tarde, verificou-se que a

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

presença dos impostos sobre as empresas, aquando do financiamento exclusivamente através de dívida, maximizava o valor da empresa (Modigliani e Miller, 1963).

Brick e Ravid (1985) afirmam que a empresa escolhe o seu nível de alavancagem antes de definir a maturidade da dívida. Contudo, poderá haver casos em que a escolha em simultâneo da estrutura óptima e da maturidade da dívida é irrelevante na questão dos impostos. Os mesmos autores acrescentam ainda que os impostos não determinam a escolha de maturidade da dívida e, eventualmente, a existência de uma estrutura óptima de maturidade da dívida, mas sim as imperfeições na fiscalidade.

Kane et al. (1985) desenvolveram um modelo no qual a estrutura óptima de maturidade da dívida é determinada pela troca entre vantagens fiscais do financiamento bancário, o risco de falência e os custos de emissão de dívida. Os autores chegaram à conclusão que a maturidade óptima da dívida aumenta à medida que as vantagens fiscais da dívida bancária diminuem, os custos de emissão aumentam e a volatilidade do valor da empresa diminui.

De acordo com Ozkan (2000), admitindo uma vantagem fiscal da dívida positiva e uma curva de juros positivamente inclinada, argumenta-se que as empresas (os mutuários) preferem dívida de longo prazo, já que esta aumenta o valor da empresa. Isto porque nos primeiros anos a despesa com juros da dívida de longo prazo é superior à mesma despesa ao refinar dívida de curto prazo. Então, a emissão de dívida de longo prazo reduz o passivo fiscal esperado da empresa, o que por sua vez aumenta o seu valor de mercado actual.

Há assim uma relação inversa entre a evolução dos benefícios fiscais e a maturidade da dívida (as empresas aumentam a maturidade da dívida à medida que os benefícios fiscais do endividamento diminuem).

Um outro modelo foi desenvolvido por Kim et al. (1995), que visava analisar a influência da maturidade da dívida considerando a existência de *tax-timing* para os investidores. De acordo com o estudo constataram que a maximização do valor das opções fiscais é conseguida através de uma estratégia de maturidade longa da dívida.

Nos estudos desenvolvidos por Stohs e Mauer (1996), García-Teruel e Martínez-Solano (2010), Antoniou et al. (2006) e López-Gracia e Mestre Barberá (2011) os resultados obtidos foram díspares.

Stohs e Mauer (1996) chegaram à conclusão que a taxa de imposto efectiva e a volatilidade do valor dos activos da empresa, tal como a teoria prevê, está negativamente correlacionada com a maturidade da dívida, enquanto que por sua vez García-Teruel e Martínez-Solano (2010) e López-Gracia e Mestre Barberá (2011) encontraram uma nova realidade, ao concluírem que há uma correlação positiva entre a taxa de imposto e a maturidade da dívida. Já Antoniou et al. (2006) consideram que a relação entre as questões fiscais e a maturidade da dívida é fraca e depende do país e do período em análise.

2.5. Assimetria de Informação e Sinalização

Alguns autores têm vindo a sugerir que a estrutura de dívida das empresas pode sinalizar informações sobre a sua qualidade. Flannery (1986) refere que algumas empresas dão preferência à emissão de dívida de curto prazo para financiarem investimentos de maturidade longa, dado que isso sinaliza uma avaliação interna optimista sobre as perspectivas da empresa.

Kale e Noe (1990) acrescentam ao modelo de Flannery (1986) que mesmo na presença de custos de transacção pouco significativos é possível distinguir as boas das más empresas. Quando não há custos de transacção, as dívidas de curto prazo podem facilmente obter um novo preço, logo as empresas irão utilizar mais este tipo de dívida.

Titman (1992) vem introduzir no modelo de Flannery (1986) a incerteza da taxa de juro e dos custos de falência, avaliando a forma de utilização de *swaps* de taxa de juro que podem influenciar a maturidade da dívida.

Goswami et al. (1995) vieram dar também o seu contributo ao analisarem o efeito da distribuição temporal da assimetria de informação, admitindo que a assimetria de informação tanto pode ser superior no curto prazo como no longo prazo.

De acordo com Yi (2005) o risco de liquidez de crédito é outra forma de sinalização ao mercado e incentiva algumas empresas a contraírem dívidas a longo prazo. O mesmo autor refere ainda que empresas de alta qualidade e com boa reputação tendem a emitir dívida, enquanto que o financiamento bancário é mais preferido pelas empresas de média qualidade. Desta forma conclui-se que quanto maior for a assimetria de informação, menor será a maturidade das dívidas.

2.6. Estudos Empíricos sobre Estrutura de Maturidade da Dívida das PMEs

Inúmeros estudiosos debruçaram-se sobre a temática da estrutura de maturidade da dívida para verificar quais os determinantes que afectam o financiamento das empresas e a preferência entre o curto prazo e o médio e longo prazo, como forma de testarem as teorias existentes.

Neste ponto do trabalho serão apresentadas conclusões a que alguns autores chegaram na aplicação dos seus estudos a PMEs em diversos países.

Hernández-Cánovas e Koëter-Kant (2005), ao analisarem a influência das diferenças no vencimento da dívida para as PMEs de 19 países europeus, chegaram à conclusão que o ambiente jurídico e institucional influencia a maturidade da dívida, dado que os países com altos direitos de propriedade e que protegem os seus credores no cumprimento das leis são mais propensos a obter dívida bancária a longo prazo.

García-Teruel e Martínez-Solano (2007) num estudo aplicado às PMEs espanholas chegaram à conclusão que:

- Os empréstimos a curto prazo são mais comuns nas empresas com maior capacidade financeira, maior flexibilidade financeira e ainda quando o diferencial de custo de juros entre empréstimos de curto e longo prazo é mais pronunciado;
- A dimensão das empresas parece ter influência sobre o nível de empréstimos a curto prazo (o nível de endividamento no curto prazo torna-se mais elevado nas empresas menores).

Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

López-Gracia e Mestre-Barberá (2009) ao longo de 8 anos estudaram 12250 PME's para verificarem o impacto fiscal na estrutura de maturidade da dívida, onde a taxa de juro, a volatilidade das taxas de juro no curto prazo e a taxa efectiva de imposto (especialmente quando as empresas têm poucas isenções fiscais) foram significativos para determinar a maturidade da dívida.

García-Teruel e Martínez-Solano (2010) ao fazerem uma nova pesquisa ao mercado empresarial acabaram por detectar que:

- Entre a dimensão da empresa e a maturidade da dívida existe uma relação negativa;
- Há uma correlação positiva entre a taxa de imposto e a maturidade da dívida;
- Existe uma relação não monótona entre a estrutura de maturidade da dívida e a qualidade da empresa;
- Não há evidência da afectação das decisões sobre a maturidade da dívida através da maturidade dos activos;
- As empresas mais endividadas recorrem mais a dívida a longo prazo enquanto que quando o principal accionista é o banco utilizam mais dívida de curto prazo.

Vermoesen et al. (2012) dão especial atenção à crise financeira da actualidade e dessa forma visam verificar se a crise traz restrições ao financiamento das PME's na Bélgica. Os autores referem no seu artigo que as empresas com dívida a longo prazo, com vencimento em 2008, encontraram dificuldades em renovar esses empréstimos. Adicionalmente, os autores argumentam que essa dificuldade será tanto maior quanto mais financeiramente constrangidas estiverem as empresas (mais endividadas e com menos reservas de liquidez).

Hashemi (2013) na sua tese tenta descobrir qual é a diferença entre o impacto da estrutura de capital das PME's na dívida de curto prazo e longo prazo. Para conseguir obter resultados aplicou o seu estudo a 201 empresas no período de 5 anos, concluindo que:

Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

- Os custos de agência e os custos de assimetria de informação têm influência sobre o nível de dívida de curto prazo e longo prazo;
- A rentabilidade afecta o curto prazo e o longo prazo da dívida, embora seja mais acentuada no curto prazo. As PME's preferem fundos gerados internamente a dívida de curto prazo;
- Há correlação negativa entre a dimensão da empresa e o recurso a dívida de curto prazo, o que sugere que as PME's experimentam vários constrangimentos, tais como custos de transacção, assimetria de informação e risco de falência;
- A idade é um factor importante dado que parece não afectar o nível de dívida a longo prazo, mas em contrapartida tem um pequeno efeito positivo no curto prazo;
- As empresas estão mais dispostas ao uso da dívida a curto prazo, embora este estudo mostre que todos os determinantes têm efeito sobre o nível de alavancagem nas PME's.

Capítulo 3: PADRÕES DE ENDIVIDAMENTO DAS PMES

O financiamento das PME's tem atraído muita atenção nos últimos anos e tornou-se um tema importante para os economistas e para aqueles que trabalham com o desenvolvimento financeiro e económico. Esta especial atenção surge pelo facto de académicos e políticos terem a percepção de que as pequenas e médias empresas não têm financiamentos adequados e precisam de assistência especial por meio de programas do governo (De La Torre et al. 2010).

O ambiente financeiro perturbado que se sente na actualidade, decorrente da crise económico-financeira que se instalou em grande parte dos países ocidentais, despoletou diversos constrangimentos à obtenção de financiamento, por parte das pequenas e médias empresas. Estas dificuldades resultam fundamentalmente de restrições acrescidas à concessão de crédito bancário às PME's, mas também *“advêm em parte das suas fragilidades financeiras e da opacidade da informação que transmitem aos financiadores”* (Matias, 2009). Dados do European Central Bank (2013) e do Banco de Portugal (2013), acrescentam que as dificuldades na concessão de empréstimos bancários em Portugal prendem-se essencialmente com a conjuntura económica que se faz sentir na actualidade e com a solvabilidade dos mutuários, que impulsionam a subida das taxas de juro.

É importante ressaltar que a falta de acesso ao financiamento externo é um dos principais obstáculos para o desenvolvimento e crescimento das PME's. Neste contexto, embora os problemas de financiamento das PME's não se esgotem no financiamento bancário, vários *“estudos têm mostrado que os bancos são a principal fonte de financiamento externo para as PME's em todos os países”* em oposição a outras formas e instituições de financiamento (Beck et al. 2008).

3.1. Financiamento Bancário

As pequenas e médias empresas desempenham um papel fundamental em qualquer economia, embora não disponham dos mesmos meios de financiamento que as grandes empresas, devido à sua reduzida dimensão e menor credibilidade, daí que a

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

relação com o banco seja de extrema importância dado ser o seu principal fornecedor de capital financeiro (Balling et al., 2009; Henriques e Brás, 2013).

Apesar do financiamento bancário ser de difícil acesso, autores como Beck et al. (2008), Balling et al. (2009) e Chavis et al. (2010) apontam que as pequenas e médias empresas europeias dependem fortemente deste tipo de financiamento como forma de financiarem os seus investimentos. Berger e Udell (1998) acrescentam ainda que independentemente do tamanho e da idade da empresa, 70% a 80% do total de financiamento das PME é obtido através de empréstimos bancários e do *trade credit* (crédito comercial), facto comprovado pelo European Central Bank (2013) que refere um aumento de 19% das PME em Portugal que sentiram uma necessidade mais forte de obter empréstimos bancários devido à sua situação de lucros estar fortemente deteriorada.

Os financiamentos bancários podem ser contraídos de diversas maneiras, de acordo com as condições entendidas como mais favoráveis pela empresa, a apreciação de risco feita pelo Banco e o objectivo específico do pedido de financiamento. Assim sendo, as empresas podem financiar-se, entre outras formas, através de empréstimos, *leasing*, *renting*, *factoring*, garantia mútua, descobertos contratados, contas correntes caucionadas, desconto comercial, etc.

A crise económico-financeira despoletou constrangimentos às empresas e o acesso ao crédito junto de instituições financeiras tornou-se mais difícil, uma vez que os bancos não estão tão predispostos a disponibilizar empréstimos, devido ao ambiente fraco de actividade económica e a dificuldades no próprio sistema bancário. Neste âmbito, tendo em conta a forte dependência de financiamento bancário por parte das PME europeias, o efeito de Basileia II teve também um impacto significativo nos custos financeiros das empresas em Portugal, em especial nas PME (Beck e Demirgüç-Kunt, 2006; European Central Bank, 2013; IAPMEI, 2006).

De acordo com o Bank for International Settlements (2014), o Basileia II é um acordo internacional que determina as regras de gestão de risco que os bancos têm de adoptar para conseguirem acompanhar as mudanças que as entidades reguladoras estão a exigir. Essas regras têm como objectivo limitar a possibilidade de ocorrência de

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

uma crise bancária a nível internacional, assegurando que cada banco dispõe de capital suficiente para a realização de actividades de risco.

Um novo relacionamento bancário é consagrado no Basileia II, dado que os bancos têm de utilizar modelos internos para calcular os requisitos de capitais próprios, aumentando assim o incentivo à discriminação das empresas e desincentivando as operações com níveis elevados de risco.

As PME tipicamente não produzem informação contabilística de elevada qualidade, mas para poderem aspirar a aceder a financiamentos bancários ajustados às suas necessidades e com *spreads* aceitáveis, vão ter de fornecer mais e melhor informação, mostrar capacidade adequada para satisfazer os seus compromissos e ainda apresentar garantias adequadas (Matias, 2009; Bank for International Settlements, 2014).

Para tornarem mais transparente o seu relacionamento com as instituições financeiras, as PME são crescentemente pressionadas no sentido de:

- Fornecer informação contabilística e financeira de qualidade aos bancos;
- Actualizar e divulgar de forma regular informação sobre a sua actividade;
- Complementar a informação contabilística com informação que permita avaliar o seu potencial de desenvolvimento e os resultados futuros;
- Recorrer a agências de notação de risco;
- Examinar as fontes de financiamento por forma a encontrar as soluções mais ajustadas à sua situação;
- Introduzir mecanismos eficientes de governação e de controlo interno.

Este novo quadro regulatório reforça a necessidade de parcerias entre a banca e as empresas de forma a que ambas as partes obtenham vantagens a médio e longo prazo.

O Bank for International Settlements (2014) vem ainda informar que no ano de 2010 foi estabelecido um novo conjunto de medidas, o Basileia III, que visa a implementação de sistemas de controlo de risco mais apertados, como é o caso de sistemas de *rating/scoring* de risco, baseado em agências de *rating* e em sistemas internos (estes

Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

últimos serão mais utilizados para as PME's, pois normalmente não se encontram cobertas pelas agências de *rating*). O Basileia III traz impactos reais para as PME's portuguesas no que se refere à concessão de crédito e aos seus custos, que vão estar directamente relacionados com a qualidade e a quantidade de informação e serão decididos através:

- Dos relatórios e contas;
- Da importância e do peso dos clientes e fornecedores;
- Da relação entre os sócios;
- Da substituibilidade da equipa executiva.

Se tais informações não forem disponibilizadas, o acesso ao crédito poderá estar em risco.

Se até há algum tempo atrás os bancos competiam para conceder crédito às PME's, com a introdução destes novos critérios passarão a ser as PME's a competir entre si para obterem financiamento, uma vez que os bancos terão forçosamente de ser mais rigorosos na avaliação dos riscos, a bem do cumprimento dos seus rácios de solvabilidade.

Como reforçam os próprios acordos de Basileia, tenderá a ganhar cada vez maior relevância o estabelecimento de relações entre os bancos e a empresa, denominadas por Baas e Scrooten (2006) e Biekpe e Abor (2007) de relacionamento bancário de proximidade (*relationship lending*).

De acordo com Beck et al. (2009) o relacionamento bancário de proximidade sustenta-se em informações "soft" recolhidas pelo interlocutor da instituição financeira de forma contínua, personalizada e através de contactos contínuos e directos com os proprietários e gestores das PME's, assim como também com a comunidade local onde operam.

Ao longo da relação estabelecida entre o banco e a empresa há troca de informação que é valiosa e que tem o seu grau de privacidade, logo é necessário que haja "confiança mútua" entre os parceiros, denominada também por "housebanking" (Gröbl e Levratto, 2004; Hernández-Cánovas e Martínez-Solano, 2010). Numa relação

“housebanking” as PME's melhoram o acesso ao financiamento bancário, levando a uma redução do custo da dívida, mas em contrapartida tendem a disponibilizar maiores garantias ao banco (Hernández-Cánovas e Martínez-Solano, 2010).

Em simultâneo, e de alguma forma num sentido oposto, alguns estudos têm-se focado num fenómeno recente ao nível do financiamento bancário das PME's, argumentando que os bancos estrangeiros de maior dimensão podem ter vantagens associadas ao financiamento através de *“tecnologias de empréstimo de arms-length”*, ou seja, com menor contacto pessoal mas recorrendo a tecnologias mais sofisticadas de avaliação de risco, securitização, financiamentos com garantias, etc (Beck et al., 2009; Agarwal e Hauswald, 2009; Bartoli et al., 2012).

Agarwal e Hauswald (2009) referem que o financiamento através de *arms-length* é mais difícil de obter no imediato, mas pode ser mais vantajoso para as empresas, uma vez que *“tem menores taxas porque a competição entre bancos com informações simétricas, que confiam em informação pública, reduz o seu preço. Em contrapartida, o acesso ao crédito é mais restrito, para minimizar selecção adversa”*.

3.2. Fontes Alternativas de Financiamento

Como já mencionado anteriormente, autores como Berger e Udell (1998), Beck et al. (2008), Balling et al. (2009) e Chavis et al. (2010) defendem que o financiamento bancário é o tipo de financiamento mais utilizado pelas PME's quando sentem necessidade de obter capital para investir em novos projectos ou quando se encontram numa situação mais frágil.

Dados do European Central Bank (2013) mostram-nos que Portugal foi um dos países onde foi mais visível o grau de deterioração na disponibilização de empréstimos bancários, com cerca de -42%, o que atesta até que ponto o acesso ao financiamento se tornou mais restrito.

Com constrangimentos crescentes resultantes da queda da procura interna, as PME's têm muitas vezes optado por expandir os seus mercados, deixando de comercializar apenas no país onde estão sediadas para começarem a comercializar internacionalmente, mas nem sempre estão munidas de capital suficiente para

conseguirem dar esse passo de gigante e a melhor forma que encontram é recorrer a outras formas de financiamento que não seja bancário.

Num estudo recente, realizado na universidade de Aveiro, Schinck e Sarkar (2012) chegaram à conclusão que em Portugal, onde o crescimento do PIB é baixo, a taxa de desemprego é alta e as dificuldades das PME na obtenção de crédito junto dos bancos são muitas, estas optam frequentemente por alternativas de financiamento menos convencionais, conhecidas como *“financial bootstrapping”*.

O *“financial bootstrapping consiste na tentativa de angariar financiamento usando métodos não convencionais, menos exigentes e dispendiosos”* (Schinck e Sarkar, 2012).

Harrison e Mason (1997) constataram que 80% a 95% das pequenas empresas utilizam um ou mais métodos de *bootstrapping*.

Para colmatar as necessidades de financiamento sem recorrer a fontes tradicionais, os empresários podem optar pelo uso de vários métodos, que de acordo com Winborg e Landström (2000) podem ser caracterizados em 6 categorias.

O primeiro método tem a ver com *“atrasar os pagamentos”*. Esta estratégia está associada ao *trade credit*, que de acordo com Bastos (2010) e Cole (2010) é uma fonte muito importante de financiamento para as empresas, em particular as PME.

Esta forma de financiamento consiste na tentativa de negociação das condições do crédito que os fornecedores concedem ao cliente numa relação de business-to-business. Ou seja, procura-se aligeirar os termos de pagamento acordados com os fornecedores, tipicamente através de uma extensão do prazo médio de pagamento habitual. Obtém-se assim um alívio efectivo dos pagamentos a curto prazo.

O segundo método encontra-se na categoria *“minimizar as contas a receber”*. Schinck e Sarkar (2012) mencionam que *“o ideal seria uma empresa querer que os seus clientes pagassem o mais rápido possível ou até mesmo antes da data de entrega dos bens e serviços, para obter dinheiro na mão”*. Tendo por base o referido pelos autores, as empresas devem fazer escolhas e assim dar preferência na venda de bens e serviços aos clientes que pagam mais atempadamente do que àqueles que são considerados como maus pagadores.

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Para que haja minimização das contas a receber é necessário também que haja aceleração da facturação, cessação das relações comerciais com os clientes considerados como maus pagadores ou ainda cobrança de juros após o vencimento do prazo de pagamento de forma a que o interesse da empresa seja salvaguardado.

O terceiro método prende-se com a *“minimização de investimentos”* onde poderá ser considerada a compra de equipamentos usados, devido ao seu custo ser mais baixo, ou a contratação de pessoal temporário.

Um quarto método apontado por Winborg e Landström (2000) tem a ver com o uso de recursos da família e amigos, que se concretiza na utilização dessa força de trabalho sem pagar salários ou então pagando uma quantia baixa, na utilização de recursos monetários da família e amigos, ou mesmo no recurso ao cartão de crédito do proprietário para pequenas quantias monetárias. Os autores denominam este método de *“financiamento privado do proprietário”*.

Como muitas PMEs não são suficientemente grandes e fortes para fazer tudo por conta própria, poderá surgir a necessidade de criar acordos de cooperação, ou seja o método *“recursos compartilhados com outras empresas”* (Vyas et al., 1995; Winborg e Landström, 2000).

Estes acordos de cooperação traduzem-se na partilha de recursos entre empresas, podendo ser a partilha de um espaço físico, bens e equipamentos ou até mesmo de recursos humanos, tendo como finalidade o fortalecimento das suas estratégias (Morrison e Mezentseff, 1997; Neeley, 2003).

Numa relação de parceria pode considerar-se *“a compra de matérias-primas ou outros materiais em conjunto com outras empresas e, assim, minimizar os custos associados ao transporte, armazenamento e mesmo recebendo descontos por volume”* beneficiando das melhores vantagens possíveis (Schinck e Sarkar, 2012).

Cada vez mais os governos têm concluído que as PMEs são de elevada importância para a economia nacional como um todo. No caso de Portugal, as empresas são maioritariamente de pequena e média dimensão e são elas que contribuem em grande medida para o desenvolvimento nacional. Daqui deriva o sexto método apontado por Winborg e Landström (2000), ou seja os *“subsídios governamentais”*, usuais nos países

da União Europeia. Estes subsídios podem ser obtidos através de programas do Estado ou ainda da União Europeia, de acordo com a área de negócio neles considerada e as necessidades da empresa.

O *bootstrapping* apresenta assim características que o posicionam como alternativa ao financiamento tradicional ponderadas por muitas PME's, uma vez que acarreta menores custos, está associado a requisitos mínimos, os riscos são menores e não exige a elaboração e apresentação de um plano de negócios, possibilitando a gestão do negócio sem recurso ao financiamento externo, com liberdade de acção e obtendo ganhos de legitimidade (Van Auken, 2004; Winborg, 2009; Masesa e Zhou, 2013).

3.3. Estudos Empíricos sobre os Padrões de Endividamento das PME's

No que concerne aos padrões de endividamento das PME's verifica-se que nos vários países da Europa ainda são poucos os estudos que se debruçam sobre esta temática, sendo que na sua maioria estão relacionados com o financiamento bancário, que de acordo com vários autores é o tipo de financiamento a que as PME's recorrem com mais frequência.

Seguidamente serão apresentados alguns estudos que visam dar a conhecer os tipos de financiamento a que as empresas recorrem com mais frequência.

Daskalakis e Psillaki (2005) aplicaram um estudo em França e na Grécia onde chegaram à conclusão que, de acordo com o Observatório Europeu das PME's, a diferença entre os dois países reside fundamentalmente nas fontes específicas de endividamento, uma vez que o financiamento bancário é a forma de financiamento dominante nos dois países (mais de 60%) mas em França o factoring, leasing e o descoberto bancário são mais importantes (32%, 48% e 38%), sendo menos relevantes na Grécia (10%, 15% e 22%).

Beck et al. (2009) recorreram a uma amostra de 91 bancos grandes de 45 países para estudarem o financiamento das PME's através destes, assim como investigar a ligação

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

entre as tecnologias de empréstimos, estruturas organizacionais e o financiamento das PMEs. Os autores chegaram às seguintes conclusões:

- Os bancos nos países em desenvolvimento têm uma menor incidência de financiamentos ao investimento e cobram honorários e taxas de juro mais elevadas;
- Encontraram diferenças nos vários países em estudo que parecem ser conduzidas por diferenças no ambiente económico, institucional e legal;
- Foram encontradas diferenças nas tecnologias de financiamento e estruturas organizacionais consoante a propriedade dos bancos (privados, públicos, domésticos ou estrangeiros), mas poucas diferenças no tocante ao grau, tipo e preço do financiamento disponibilizado às PMEs;
- A relação entre as tecnologias de empréstimo, estruturas organizacionais e os empréstimos às PMEs não são consistentes com a noção de que o financiamento das PMEs é principalmente sustentado no relacionamento bancário de proximidade.

De La Torre et al. (2010) apontam que as PMEs podem ter que vir a confiar em investimentos privados e instituições não bancárias, dado que o financiamento bancário apresenta algumas limitações para as pequenas e médias empresas e em especial para as *start-ups*.

Chavis et al. (2010) estudaram a relação entre a idade da empresa, o financiamento externo e as novas decisões de investimento em 10 421 empresas de 30 países da Europa Oriental e Ásia Central. As conclusões que obtiveram foram diferentes para os países da U.E. , uma vez que as empresas mais antigas não têm vantagens significativas sobre as empresas mais jovens na obtenção de empréstimos, o que sugere que o acesso ao crédito é mais “democrático” em oposição aos países que não pertencem à U.E., onde as empresas mais antigas são as que recorrem mais ao financiamento bancário. Embora as empresas da U.E. sejam mais propensas a utilizar os lucros acumulados do que outras fontes de financiamento externo, os autores salientam a

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

importância do financiamento bancário junto das empresas como a principal fonte de financiamento quando estas não conseguem gerar capital suficiente para os seus investimentos.

Hernández-Cánovas e Martínez-Solano (2010) analisaram 182 PMEs da região de Múrcia (Espanha) com a finalidade de verificar o efeito do relacionamento bancário de proximidade sobre a disponibilidade e condições de financiamento das PMEs. As conclusões obtidas foram:

- O relacionamento bancário de proximidade pode não ser benéfico para as PMEs, uma vez que a evidência empírica mostra que os relacionamentos mais concentrados reduzem a flexibilidade da empresa e pode resultar em honorários e taxas de juro mais altas;
- Dada a importância do relacionamento bancário de proximidade para as PMEs, os autores analisaram alternativas de relacionamento que resultassem em efeitos mais benéficos, concluindo que o estabelecimento de relações de confiança entre o banco e a empresa, que denominam de “*housebanking*”, permitia a geração desses efeitos.
- Numa relação de “*housebanking*” as PMEs melhoram o seu acesso ao financiamento bancário e também se verifica uma redução no custo da dívida, embora as empresas tenham de prometer mais garantias.

Winborg e Landström (2000) verificaram que são poucos os estudos realizados sobre a temática do *bootstrapping* a nível internacional. Desta forma, os autores realizaram um estudo com base em 262 empresas de pequena dimensão na Suécia com a finalidade de verificar quais os métodos de *bootstrapping* utilizados para atender à necessidade de obter recursos sem ter de recorrer ao financiamento externo.

As conclusões obtidas foram as seguintes:

- Modo interno de aquisição de recursos – atraso nos pagamentos a fornecedores, minimização de investimento e financiamento privado do proprietário;

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

- Modo social de aquisição de recursos – caracterizado pelo uso de relações pessoais como forma de obter empréstimos sem custo financeiro. Este método tem um uso relativamente baixo, uma vez que é necessário bastante tempo para se construir relações de rede caracterizadas pela confiança;
- Modo de quase mercado de aquisição de recursos – uso de subsídios governamentais. As PME são provavelmente atraentes para as instituições governamentais devido ao seu potencial para aumentar o número de funcionários nas suas empresas, daí que o Estado ceda subsídios governamentais com um custo financeiro reduzido.

Vanacker et al. (2011) realizaram um estudo na Bélgica a 205 *start-ups* que empregavam menos de 50 funcionários com o objectivo de verificar o impacto do *bootstrapping* no crescimento do valor acrescentado ao longo do tempo.

Os autores obtiveram conclusões mistas, sendo que:

- Empresas que recorrem mais ao financiamento familiar e de amigos demonstram níveis mais baixos de valor acrescentado;
- Empresas que não investem o seu capital para adquirirem o seu próprio edifício, mas recorrem a instalações de outras empresas, apresentam níveis mais elevados de valor acrescentado;
- Empresas que usam mais recursos do proprietário, contratam mais pessoas de nível intermédio, incitam os clientes a pagar mais rápido e candidatam-se a mais programas de subsídios apresentam maior crescimento do valor acrescentado ao longo do tempo;
- Empresas que recorrem a empréstimos bancários do proprietário, que atrasam os pagamentos a fornecedores, recorrem ao uso de *leasing*, que têm um inventário minimizado e empregam estudantes e estagiários não afectam o nível de crescimento do valor acrescentado.

Os autores referem ainda que com o uso das estratégias de *bootstrapping* a necessidade de financiamento externo, que é caro, diminui e as empresas conseguem obter os mesmos resultados.

Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Schinck e Sarkar (2012) com base numa amostra de 99 empresas (PME's) portuguesas tinham como objectivo determinar as estratégias mais populares de *bootstrapping* para testar uma série de variáveis sócio-demográficas e económicas.

As variáveis consideradas pelos autores foram o sexo, o nível de escolaridade, a dimensão da empresa, a inovação, e a internacionalização. Os autores obtiveram como resultado que grande parte das empresas da sua amostra são consideradas micro empresas, têm como proprietário um homem que possui licenciatura ou um nível superior e pouco mais de um terço tinham actividades de exportação.

Da amostra, 83,8% não sabiam o que é o *bootstrapping* financeiro, no entanto todas as empresas utilizam pelo menos um método de *bootstrapping*.

As estratégias mais populares de *bootstrapping* (de 24 itens), de acordo com os autores e a amostra seleccionada, são:

- Ter as melhores condições possíveis com os fornecedores, com 88,9%;
- Contratação temporária em vez de trabalhadores a longo prazo, com 60,6%;
- Se necessário reter o salário do gestor, com 59,6%.

Por seu lado, as estratégias menos utilizadas são:

- Atrasar o pagamento do IVA, com 18,2%;
- Obter capital de uma empresa de *factoring*, com 15,3%;
- Uso de *Business Angels*, com 7,1%;
- Uso do Capital de Risco, com 7,1%.

Com o seu estudo, chegaram ainda à conclusão que as empresas que tiveram actividades de exportação e as que têm filiais no exterior usam mais métodos de *bootstrapping*, e também que as mulheres são mais propensas do que os homens para desenvolver actividades de *bootstrapping*.

PARTE II: ASPECTOS METODOLÓGICOS E EMPÍRICOS

Capítulo 4: ESTUDO EMPÍRICO

Numa primeira fase desta investigação, apresentaram-se as principais correntes teóricas associadas à estrutura de capital e à estrutura de maturidade da dívida, tendo sido ainda abordado o tema dos padrões de endividamento das PMEs. Relativamente a cada temática em estudo, expuseram-se também alguns trabalhos empíricos e respectivos resultados. Agora, numa segunda fase, segue-se a preparação e implementação de um estudo empírico a fim de verificar qual a estrutura de capital e a estrutura de maturidade da dívida característica das empresas do sector do mobiliário do Vale do Sousa, assim como perceber quais as opiniões e percepções dos gestores relativamente às decisões de financiamento das empresas que lideram.

4.1. Objectivo e Questões de Investigação

4.1.1. Objectivo do Estudo

O presente estudo tem como objectivo caracterizar o perfil de financiamento das empresas em análise e confirmar a aplicação das teorias de referência à realidade encontrada.

4.1.2. Questões de Investigação

A fim de verificar se as principais teorias da estrutura de capital e da estrutura de maturidade da dívida se aplicam às empresas em análise, assim como estudar os instrumentos financeiros bancários e outras fontes alternativas ao financiamento a que recorrem com mais frequência, foram formuladas nove questões de investigação.

No que respeita à estrutura de capital foram desenvolvidas questões que têm como objectivo verificar qual a teoria que melhor se aplica às empresas do sector do mobiliário de Paredes e Paços de Ferreira, assim como ter a percepção se as variáveis idade e dimensão dessas empresas são factores relevantes nas decisões de

financiamento. As teorias que se pretende verificar são a teoria de *Trade-Off* e a teoria *Pecking Order*.

A teoria de *Trade-Off* defende que o endividamento traz vantagens para a empresa, através dos benefícios fiscais que lhe estão associados, mas também traz custos, relacionados com um aumento do “stress financeiro” das empresas, sendo que quanto maior for o grau de endividamento da empresa maior será a probabilidade de esta incorrer em falência. Assim esta teoria sugere que o nível óptimo de endividamento será alcançado pelo equilíbrio entre benefícios fiscais, associados à dívida, e os respectivos custos de falência (Myers e Robicheck, 1965).

Por seu lado, a teoria *Pecking Order* não compactua com uma estrutura óptima de capital, mas sim com uma hierarquização das fontes de financiamento, tendo em conta factores como custos de agência e assimetria de informação. Assim, as empresas tenderão a hierarquizar as suas opções de financiamento recorrendo primeiramente a fundos gerados internamente (autofinanciamento), apenas quando quando estes não forem suficientes para cobrir as necessidades de financiamento é que recorrem a fontes externas, começando pela emissão de dívida, e só em último recurso recorrem à emissão de acções (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984).

Da estrutura de capital foram desenvolvidas as quatro questões seguintes:

1. Qual a estrutura de capital característica das empresas em análise?
2. Confirma-se a aplicação da Teoria *Trade-Off* às empresas em estudo, considerando as percepções manifestadas pelos seus gestores?
3. Confirma-se a aplicação da Teoria *Pecking Order* às empresas em estudo, considerando as percepções manifestadas pelos seus gestores?
4. Será o nível de endividamento das empresas em análise condicionado pela sua idade e dimensão?

Outro dos temas abordados no questionário prende-se com a estrutura de maturidade da dívida que visa verificar a estrutura do endividamento da empresa no que toca aos

Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

respectivos prazos de vencimento, ou seja, se as empresas utilizam mais a dívida de curto prazo, ou se preferem o recurso à dívida de médio e longo prazo.

Como vimos anteriormente, esta decisão pode ser condicionada por distintas variáveis, pelo que se tentará verificar se as empresas em análise têm em conta factores condicionantes como os custos de agência, o risco de liquidez (alavancagem financeira), o equilíbrio de maturidade (*maturity matching*), os impostos e a assimetria de informação e sinalização (Majumdar, 2010; Nakamura et al., 2011; Correia, 2012).

Na tentativa de perceber se há algum padrão identificável entre as empresas que escolhem determinada estrutura de endividamento, serão investigadas as variáveis idade, dimensão e nível de endividamento das empresas, dado que alguns estudos apontam que estas variáveis influenciam a escolha da estrutura de maturidade do endividamento.

As três questões a que se pretende dar resposta são as seguintes:

5. Qual a estrutura de maturidade da dívida predominante nas empresas em estudo?
6. Quais as principais condicionantes à tomada de decisão sobre maturidade da dívida nas empresas em análise, considerando as percepções manifestadas pelos seus gestores?
7. Será a maturidade da dívida das empresas em análise condicionada pela sua idade, dimensão ou nível de endividamento?

Uma vez que a presente investigação tenta perceber questões ligadas à parte financeira das empresas de mobiliário do Vale do Sousa, optou-se ainda por explorar temas relacionados com o financiamento bancário e outras fontes alternativas de financiamento.

No que se refere ao financiamento bancário, o European Central Bank (2013) refere que em Portugal as empresas, devido à sua situação de rentabilidade denotar alguma debilidade, sentiram mais necessidade de obter empréstimos; assim sendo, o estudo

terá contemplada esta temática na tentativa de perceber qual o instrumento de financiamento mais utilizado pelas empresas em análise.

Finalmente, dada a condição actual de crise económico-financeira, as dificuldades de obtenção de crédito junto dos bancos são particularmente notórias. Neste contexto, ganha especial relevo a tentativa de recorrer a estratégias alternativas de financiamento, designadas de *bootstrapping* (Schinck e Sarkar, 2012). Esta técnica não é mais do que “o uso de recursos para iniciar e desenvolver um empreendimento com o menor custo possível, ou até mesmo sem nenhum custo”. Seguindo esta lógica, e dada a aparente dificuldade das empresas se financiarem através de crédito bancário, tornou-se pertinente verificar quais as fontes alternativas de financiamento (*bootstrapping*) mais utilizadas pelas empresas do sector em análise.

Daqui resultam as seguintes questões de investigação:

8. Quais os principais instrumentos de financiamento bancário a que recorrem as empresas analisadas?
9. Quais as principais fontes alternativas de financiamento a que recorrem as empresas analisadas?

4.2. Explicação da Construção do Questionário

O questionário utilizado para a recolha de dados empíricos foi baseado na revisão da literatura efectuada previamente, bem como na análise de alguns estudos empíricos com objectivos análogos ao desta investigação. Destacou-se nesse processo o estudo de Graham e Harvey (2001), que se revelou uma fonte de inspiração particularmente relevante na selecção das questões a colocar.

Na procura de fazer referência às partes mais relevantes da revisão da literatura, o questionário, composto por três grupos de questões onde cada pergunta continha diversas alíneas de resposta, abordou a estrutura de capital, a estrutura de maturidade da dívida, os padrões de endividamento das PME e ainda questões de caracterização da empresa.

Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Na estrutura de capital as teorias que constam do questionário são: a teoria de *Trade-Off* e a teoria de *Pecking Order*.

A teoria de *Trade-Off* encontra-se presente nas seguintes questões (entre parêntesis refere-se o estudo ou estudos que inspiraram a formulação de cada pergunta):

- “*Recorremos ao endividamento porque este traz benefícios fiscais (como os juros abatem aos lucros da empresa, pagamos menos IRC)*” (Graham e Harvey, 2001);
- “*Evitamos o endividamento por receio que, no futuro, um excesso de dívida possa levar a empresa a enfrentar dificuldades financeiras*” (Graham e Harvey, 2001);
- “*Restringimos os níveis de endividamento para manter a flexibilidade financeira (ou seja, para assegurar que se for absolutamente necessário ainda temos crédito disponível junto da banca)*” (Graham e Harvey, 2001);
- “*Restringimos os níveis de endividamento porque nos preocupa a imagem da empresa perante os clientes e fornecedores*” (Graham e Harvey, 2001);
- “*Restringimos os níveis de endividamento porque este potencia conflitos com os credores*” (Graham e Harvey, 2001);
- “*O recurso ao endividamento depende bastante dos resultados da empresa e da estabilidade dos lucros de uns anos para os outros. Se os resultados não forem bons e variarem muito, provavelmente recorreremos menos ao endividamento*” (Graham e Harvey, 2001).

Por seu lado, a teoria de *Pecking Order* evidencia-se nas questões:

- “*Preferimos financiar os novos investimentos com recurso ao autofinanciamento (lucros retidos)*” (Rogão, 2006);
- “*Preferimos financiar os novos investimentos com recurso a endividamento (por exemplo, empréstimos bancários)*” (Rogão, 2006);
- “*Preferimos financiar os novos investimentos com recurso a dinheiro dos sócios actuais da empresa*” (Rogão, 2006);
- “*Preferimos financiar os novos investimentos com recurso a dinheiro de novos sócios que entrem para a empresa*” (Rogão, 2006);

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

- *“Recorremos ao endividamento porque consideramos que é a única alternativa de financiamento viável que temos à disposição (face à possibilidade de recurso a lucros retidos ou a dinheiro de sócios)”* (Graham e Harvey, 2001).

No que respeita à estrutura de maturidade da dívida, fazem parte as seguintes perguntas:

- *“Optamos por empréstimos de curto prazo ou por empréstimos de médio e longo prazo em função do custo de cada um deles (diferença entre as taxas de juro de cada uma dessas alternativas no momento em que ponderamos o pedido de financiamento)”* (Graham e Harvey, 2001));
- *“Optamos por empréstimos de curto prazo ou médio e longo prazo em função do activo que queremos financiar (conforme tenha vida útil mais curta ou mais longa)”* (Graham e Harvey, 2001);
- *“Optamos por empréstimos de curto prazo ou por empréstimos de médio e longo prazo em função das nossas expectativas sobre a evolução das taxas de juro no futuro”* (Graham e Harvey, 2001);
- *“Optamos por empréstimos de curto prazo ou por empréstimos de médio e longo prazo em função do risco de refinanciamento (ou seja, se achamos que um empréstimo de curto prazo pode vir a ser difícil renovar, então optamos por tentar obter um empréstimo de médio ou longo prazo)”* (Graham e Harvey, 2001);
- *“Optamos por empréstimos de curto prazo ou por empréstimos de médio e longo prazo em função daquilo que o Banco nos impõe como melhor solução”* (Diamond, 1991; Antoniou et al., 2006);
- *“Optamos por empréstimos de curto prazo porque habitualmente se adaptam de forma mais dinâmica às nossas necessidades de financiamento”* (Jun e Jen, 2003);
- *“Optamos por empréstimos de médio e longo prazo porque representam uma alternativa de financiamento mais estável”* (Graham e Harvey, 2001).

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

No que respeita aos padrões de endividamento das PME foram formuladas questões para o financiamento bancário e para as fontes alternativas de financiamento (*bootstrapping*).

Do financiamento bancário fazem parte as questões:

- *“Quais os instrumentos financeiros mais utilizados?”* (Daskalakis e Psillaki, 2005);
- *“O recurso ao endividamento depende bastante da relação de proximidade com a banca (ou seja, ter boas relações com funcionários do banco que podem ajudar a encontrar a melhor solução para empréstimos bancários)”* (Baas e Scrooten, 2006; Biekpe e Abor, 2007).

As fontes alternativas de financiamento encontram-se na seguinte questão:

- *“Apresentamos seguidamente algumas práticas comuns nas empresas para diminuir as necessidades de recurso a empréstimos bancários. Quais utiliza, e com que frequência?”* (Schinck e Sarkar, 2012).

Surgem ainda no questionário outras questões que têm como objectivo fazer a caracterização da empresa, sendo elas:

- *“Estrutura de financiamento da empresa”;*
- *“Maturidade da dívida”;*
- *“Idade da empresa”;*
- *Número de empregados;*
- *Cargo do entrevistado”.*

4.3. Metodologia

Tendo como ponto de partida o objectivo do estudo assim como as questões de investigação, optou-se por um estudo quantitativo, como forma de obter *“dados ou informações sobre características, acções ou opiniões”* de uma amostra representativa das empresas de mobiliário do Vale do Sousa *“através de um instrumento de pesquisa”* (Freitas et al., 2000).

4.3.1. Selecção do Método de Recolha de Dados

Para o efeito, o instrumento de recolha de dados escolhido foi o inquérito por questionário (presente no anexo 1) auto-administrado aos altos cargos de chefia, departamento financeiro ou administrador/gerente da empresa. Como é comum nestas situações, o questionário assumiu a forma de um documento escrito, com um conjunto de afirmações que os inquiridos deveriam avaliar através de uma escala de Likert (1 = “discordo totalmente” e 5 = “concordo totalmente” ou 1 = “nunca” e 5 = “sempre”). A escala de Likert ajuda a atribuir valores quantitativos a questões de carácter qualitativo, procurando-se por este meio que o inquirido tente reflectir a realidade da sua empresa quanto aos itens apresentados, que por sua vez reflectem as dúvidas que foram estruturadas nas questões de investigação.

Como o sector em estudo se mostra pouco disponível para fornecer dados financeiros, foi de elevada importância tornar o questionário menos invasivo para os entrevistados, daí o recurso às questões fechadas com escala de Likert.

A escolha do inquérito por questionário como instrumento de recolha de dados prendeu-se com o facto de se pretender recolher opiniões e percepções e também pelo número elevado de empresas que era necessário interrogar como forma de obter uma amostra representativa da população em estudo (Quivy e Campenhoudt, 1998).

Um estudo piloto com três empresas foi realizado, para garantir a confiabilidade e a validade do questionário. A recolha dos dados ocorreu entre Abril e Junho de 2014. O pedido inclui uma descrição do estudo, indicando a sua utilidade e valor social, e uma declaração de confidencialidade. O questionário foi direccionado para o responsável máximo de cada empresa como único inquirido, uma vez que ele tipicamente representa o informante-chave que melhor conhece o objecto da pesquisa e é quem está mais disponível para comunicá-lo ao investigador. O questionário incluía perguntas sobre as variáveis dependentes e independentes, em simultâneo. Esse facto pode originar enviesamentos, já que as respostas de uma única fonte podem exagerar ou atenuar os valores de correlação entre duas ou mais variáveis (Podsakoff et al., 2003). A eliminação das principais fontes de enviesamento ex-ante pode, no entanto, diminuir a sua ocorrência, nomeadamente garantindo o anonimato, o que reduz a

tendência do entrevistado para dar respostas socialmente desejáveis, e separando as variáveis dependentes e independentes umas das outras e organizando-as em diferentes partes do questionário, o que diminui a probabilidade de que o entrevistado responda a todas as perguntas de forma artificial. A concepção do questionário incorporou ambos os elementos mencionados.

4.3.2. Caracterização do Sector do Mobiliário do Vale do Sousa

“No contexto dos sectores tradicionais da indústria portuguesa, a indústria de mobiliário apresenta-se como uma das que tem registado uma evolução positiva no desenvolvimento de produtos, estratégias de marketing e evolução na cadeia de valor”. Sendo que uma das vantagens que o sector do mobiliário de madeira apresenta prende-se com a utilização de um *“recurso natural endógeno”*, o que contribui positivamente para a balança comercial (AEP, 2012).

A fabricação de mobiliário integra-se na CAE 310⁵, *“Fabricação de mobiliário e colchões (CAE Rev. 3)”*, que de acordo com os dados do Instituto Nacional de Estatística (2014), referentes ao ano de 2012 com a última actualização realizada em 2014, agrega 5 163 empresas, de entre as quais 1867 se encontram situadas na região do Tâmega, e 30 828 pessoas ao serviço. Naquele ano, o volume de negócios estabeleceu-se em 1 279 756 706 € e o valor acrescentado bruto (VAB) em cerca de 386 970 832 €.

⁵ Na CAE 310, denominada de Fabrico de mobiliário e de colchões, estão presentes as seguintes variantes: I) Fabricação de mobiliário para escritório e comércio; II) Fabricação de mobiliário de cozinha; III) Fabricação de colchoaria; IV) Fabricação de mobiliário para outros fins. Esta última variante está ainda dividida por Fabricação de mobiliário de madeira para outros fins; Fabricação de mobiliário metálico para outros fins, Fabricação de mobiliário de outros materiais para outros fins; e actividades de acabamento de mobiliário.

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Tabela 1: Variáveis das Empresas

Período de Referência dos Dados	Actividade Económica (CAE Rev. 3)	Número Empresas	Pessoal ao Serviço	Volume de Negócios (Milhões de €)	VAB (Milhões de €)
2006	Indústrias Transformadoras	83 908	794 684	75 989 478 469	18 235 626 626
	Fabrico de Mobiliário e de Colchões	6 937	42 132	1 623 213 851	537 413 769
2007	Indústrias Transformadoras	83 899	793 757	82 053 526 620	19 461 515 387
	Fabrico de Mobiliário e de Colchões	6 832	42 001	1 781 299 517	576 316 571
2008	Indústrias Transformadoras	83 047	780 984	83 248 855 718	18 953 655 306
	Fabrico de Mobiliário e de Colchões	6 674	40 768	1 668 699 877	543 634 405
2009	Indústrias Transformadoras	78 940	723 816	70 621 990 207	16 790 011 100
	Fabrico de Mobiliário e de Colchões	6 252	37 368	1 458 487 937	505 770 749
2010	Indústrias Transformadoras	74 081	695 628	76 551 210 032	18 009 152 253
	Fabrico de Mobiliário e de Colchões	5 798	35 910	1 519 929 023	501 752 319
2011	Indústrias Transformadoras	72 286	681 474	80 979 190 180	17 106 363 098
	Fabrico de Mobiliário e de Colchões	5 533	34 491	1 379 240 671	440 986 793
2012	Indústrias Transformadoras	69 053	646 425	79 018 013 543	16 048 959 330
	Fabrico de Mobiliário e de Colchões	5 163	30 828	1 279 756 706	386 970 832

Fonte: Adaptado de INE, Sistema de Contas Integradas das Empresas, 2014.

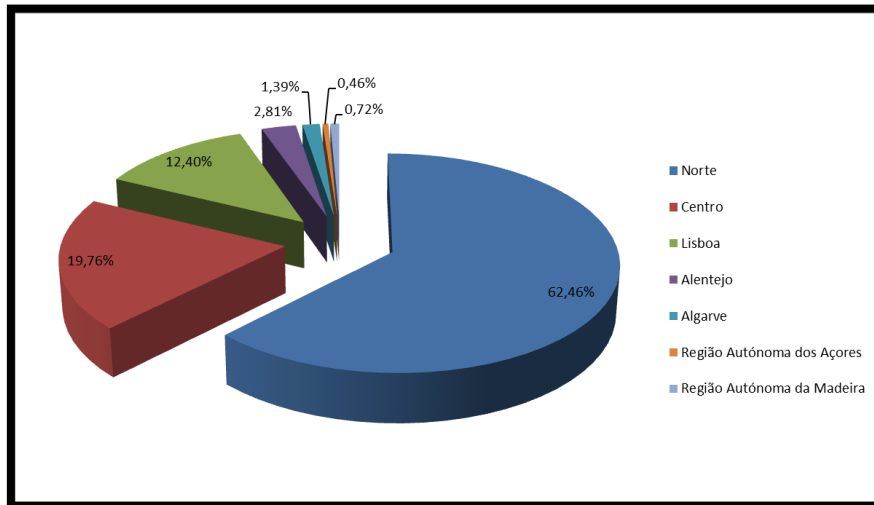
De acordo com os dados apresentados na tabela, a partir do ano de 2007, ano em que se começou a sentir a crise económico-financeira, o número de empresas tem vindo a decrescer, assim como consecutivamente o número de pessoas ao serviço, o volume de negócios, que embora tenha sofrido algumas oscilações apresenta o valor mais baixo desde 2006, e o VAB.

O tecido empresarial do sector encontra-se geograficamente concentrado na região Norte de Portugal (62,46%) em especial na região do Tâmega (57,89%), de onde fazem parte os concelhos de Paços de Ferreira e Paredes, e o Grande Porto onde se localizam 19,04% das empresas do sector.

A região do Tâmega representa assim a região do país com maior concentração de empresas deste sector, justificando-se assim a escolha desta zona geográfica como objecto da nossa análise.

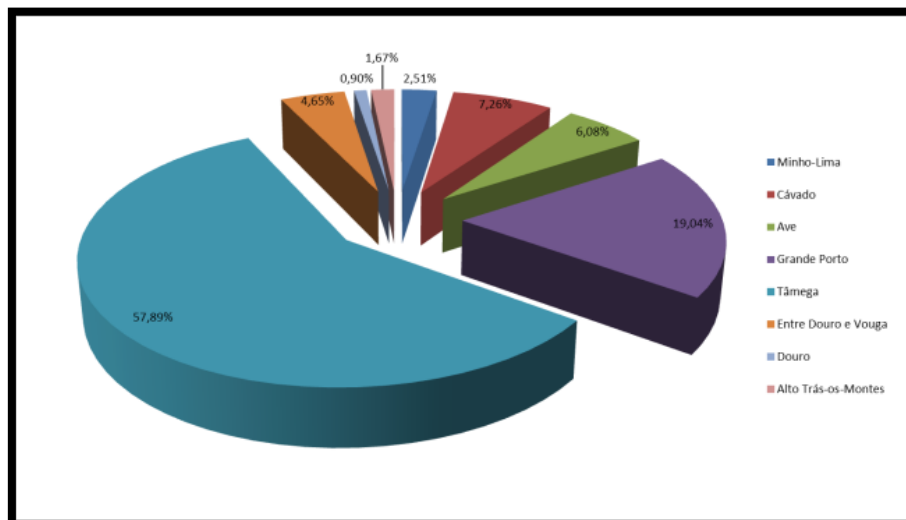
Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Gráfico 1: Distribuição Regional (NUT II) do Número de Empresas de Fabrico de Mobiliário e de Colchões, 2012



Fonte: Adaptado de INE, Sistema de Contas Integradas das Empresas, 2014.

Gráfico 2: Distribuição do Número de Empresas de Fabrico de Mobiliário e de Colchões Localizadas na Região Norte (NUT III), 2012



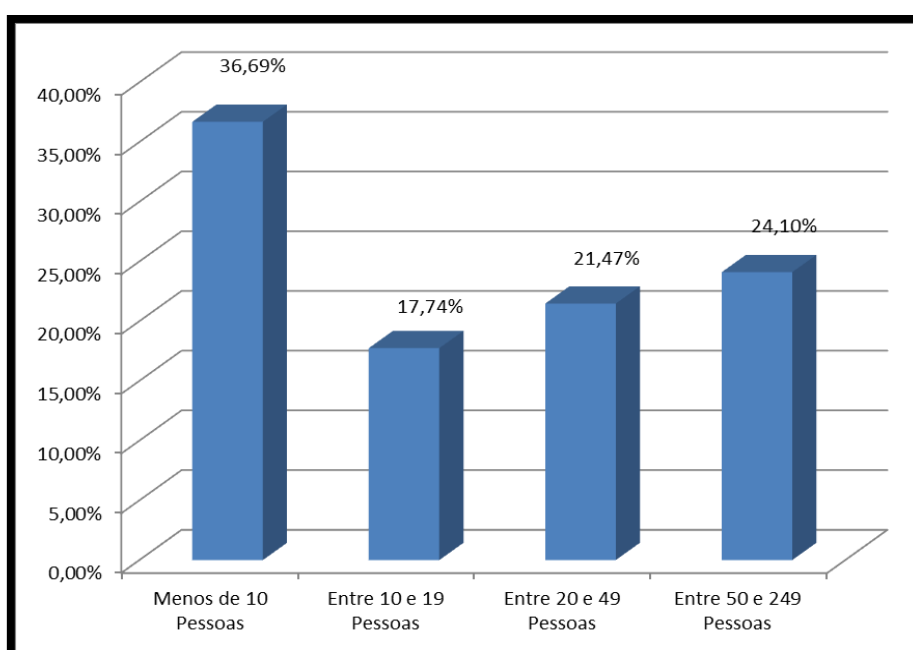
Fonte: Adaptado de INE, Sistema de Contas Integradas das Empresas, 2014.

A indústria do mobiliário no Norte de Portugal como tem a maior concentração de empresas, também emprega o maior número de pessoas em comparação com o resto do país. No ano de 2012, de acordo com os dados do INE (2014), constavam 19 716 (63,92%) pessoas ao serviço.

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

A Associação Empresarial de Paços de Ferreira (2007), publicou um estudo que refere que ocorreram algumas mudanças significativas no tecido industrial, nomeadamente o aumento da dimensão das empresas, sendo que está a aumentar o número de organizações com mais de 20 funcionários. Apesar desta evolução, ainda são poucas as empresas com um número elevado de empregados, pois a grande maioria permanece ainda como micro empresa, empregando menos de 10 pessoas.

Gráfico 3: Distribuição das Empresas de Fabrico de Mobiliário e de Colchões por Escalão de Pessoal ao Serviço, 2012

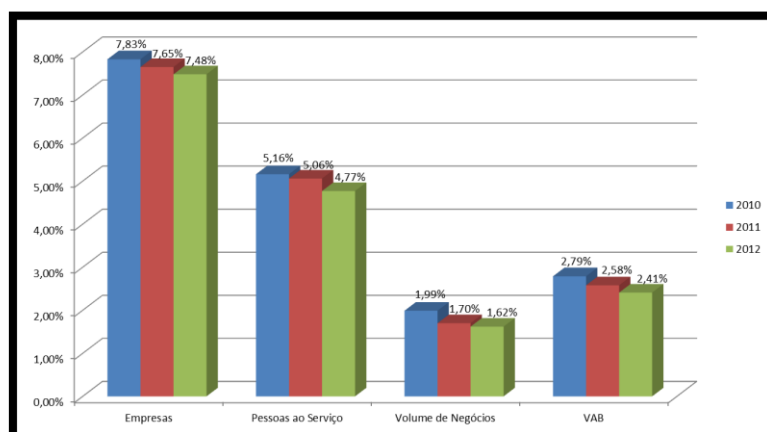


Fonte: Adaptado de INE, Sistema de Contas Integradas das Empresas, 2014.

A CAE 310 é significativa no cômputo da indústria transformadora, representando 7,48% do número de empresas, 4,77% do pessoal ao serviço, 1,62% do volume de negócio e 2,41% do VAB (2012). A partir do ano de 2007, marcado pela crise económico-financeira, houve alterações nas quatro variáveis já mencionadas anteriormente (número de empresas, pessoal ao serviço, volume de negócio e VAB), uma vez que em 2006 a variável empresas registava 8,27%, o pessoal ao serviço 5,30%, o volume de negócios 2,14% e o VAB 2,95%.

Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Gráfico 4: Peso do Sector de Fabrico de Mobiliário e de Colchões na Indústria Transformadora (2010-2012)



Fonte: Adaptado de INE, Sistema de Contas Integradas das Empresas, 2014.

De acordo com a Associação Empresarial de Paços de Ferreira (2007), a crise económico-financeira despoletou inúmeras falências de empresas e uma redução do volume de negócios. No entanto, num sector caracterizado pela propriedade familiar e na sua maioria com administradores com pouca formação académica, algumas são as empresas que tentam manter o seu volume de negócios constante e outras buscam o sucesso no mercado internacional⁶, que tem vindo a mostrar ser um forte impulsionador neste período de inúmeras dificuldades.

4.4. Amostra

Após terem sido identificadas as questões de investigação, é necessário fazer referência à amostra que irá ser analisada, bem como os dados a recolher.

O objectivo é analisar uma amostra de empresas nacionais, situadas nos concelhos de Paredes e Paços de Ferreira, do sector do mobiliário que sejam consideradas PME's.

De acordo com a Recomendação da Comissão nº 2003/361/CE de 6 de maio, cujos critérios são o número de trabalhadores, o volume de negócios e o total do balanço anual, as micro, pequenas e médias empresas são definidas da seguinte forma:

- Empregam menos de 250 trabalhadores;

⁶ De acordo com a AEP (2012) a maior parte dos fluxos comerciais está concentrado na Europa, sendo os principais países clientes a França, Espanha e mais recentemente a Angola que ocupa a terceira posição no *ranking*.

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

- O volume de negócios actual não exceda os cinquenta milhões de euros, ou cujo balanço total anual não exceda os quarenta e três milhões de euros;
- As empresas devem ser independentes, o que significa que 25% do capital ou dos direitos de voto não devem ser propriedade de uma empresa ou, conjuntamente, de várias empresas que não se enquadrem na definição de pequena ou média empresa.

Tendo como opção o estudo da indústria de mobiliário e excluindo a parte comercial (das lojas que se dedicam à comercialização de artigos de mobiliário), representada pela CAE 310 – Fabrico de mobiliário e de colchões, encontram-se em funcionamento 331 empresas no concelho de Paredes e 281 no concelho de Paços de Ferreira, perfazendo um total de 612 empresas (Portal Nacional das Empresas em Portugal, 2014).

Após ter presente a definição de PME e da população de empresas de fabrico de mobiliário, foi necessário escolher entre enviar o questionário para a população em geral, ou para uma amostra representativa de empresas. Como o questionário foi entregue pessoalmente pelo investigador, em formato papel, foram escolhidas aleatoriamente 150 empresas de todas as localidades dos dois concelhos em estudo de forma a que os dados representassem de forma satisfatória o sector a ser investigado e o Vale do Sousa.

Dos 150 questionário enviados, foram recolhidos 84 questionários devidamente preenchidos, o que representa uma taxa de resposta de 56%, considerada por Bhaird (2009) *“uma taxa de resposta robusta quando comparada com taxas de resposta de 10 por cento e menos relatadas em estudos anteriores”*.

Os dados recolhidos foram trabalhados através de estatística descritiva pelo programa SPSS (*Statistical Package for Social Sciences*), recorrendo à média, mediana, moda, desvio-padrão, frequência relativa e frequência acumulada e ainda a análises de regressão como forma de testar se as variáveis independentes (idade da empresa e dimensão) se encontram relacionadas com as variáveis dependentes mencionadas nas questões de investigação.

Capítulo 5: RESULTADOS EMPÍRICOS

Tendo presente a metodologia apresentada no capítulo anterior (utilização do método quantitativo com recurso ao inquérito por questionário como instrumento de recolha de dados), o presente capítulo pretende expor os resultados obtidos à luz da metodologia escolhida.

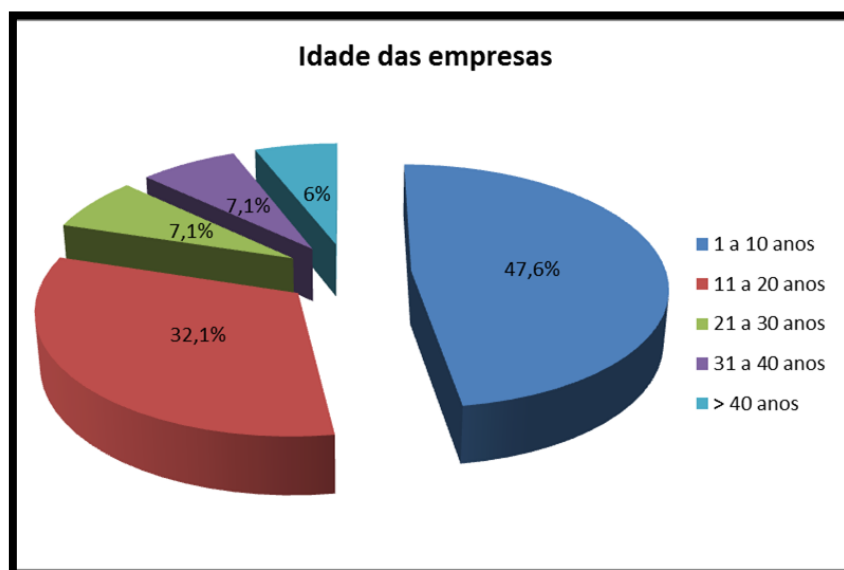
O estudo levado a cabo tem por base uma amostra de 84 PMEs do sector do mobiliário, dos concelhos de Paredes e Paços de Ferreira, e apurou a média, mediana, moda, desvio-padrão (anexo 2), frequência relativa (anexo 3) e frequência acumulada das repostas obtidas. Procedeu-se ainda a uma análise de regressão entre algumas variáveis em estudo.

Na apresentação dos resultados optou-se maioritariamente por expor e comentar os dados de forma gráfica, remetendo-se para os anexos atrás referidos as tabelas com uma apresentação mais detalhada das respostas a cada questão.

5.1. Variáveis de Caracterização

Como um dos interesses da pesquisa incluía a idade da empresa, foi necessário formular uma questão sobre esta variável. Com os dados obtidos, foi possível construir o seguinte gráfico:

Gráfico 5: Idade das Empresas: Distribuição Percentual



Fonte: Elaboração Própria.

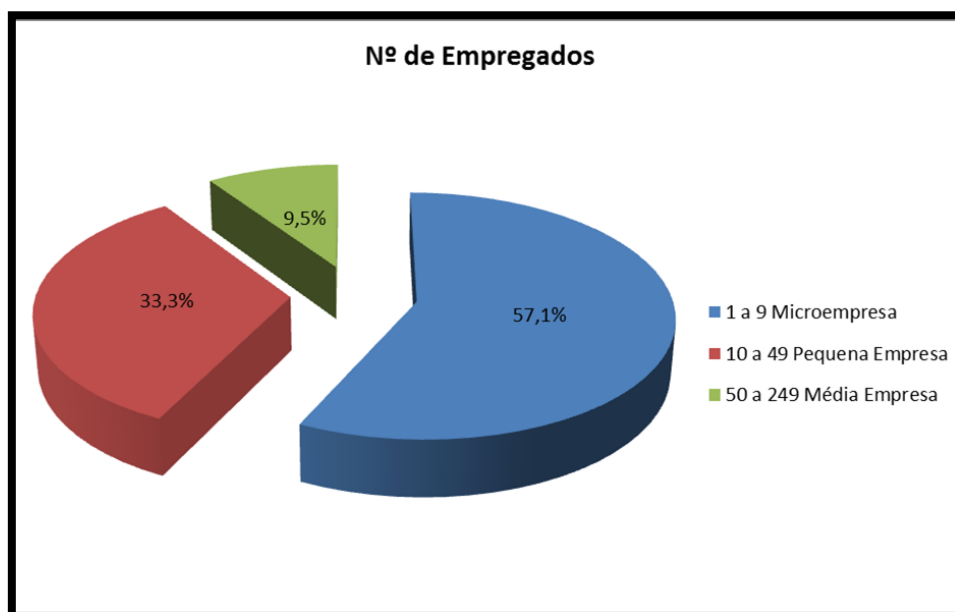
Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Após a visualização do gráfico pode-se constatar que a maioria das empresas tem entre 1 ano e 10 anos (47,6%), ou seja são empresas mais recentes, enquanto que em contrapartida apenas 6% das empresas analisadas tem mais de 40 anos de existência.

A investigação pretendia estudar apenas as PMEs, como tal foi necessário que as empresas em análise mencionassem o número total de funcionários, como forma de garantir que não era contabilizada nenhuma empresa que tivesse mais de 250 funcionários.

Do total de respostas ao questionário obteve-se o seguinte:

Gráfico 6: Número de Funcionários: Distribuição Percentual



Fonte: Elaboração Própria.

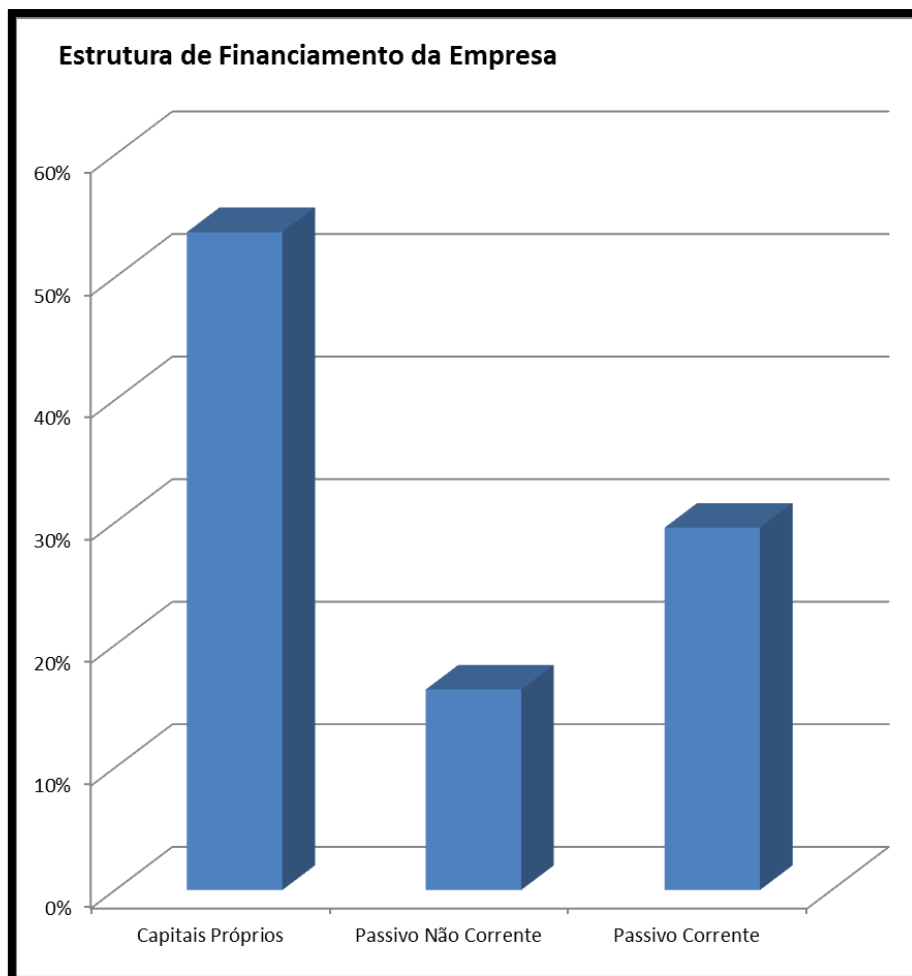
Visualizando o gráfico, verificamos que a maioria das empresas em estudo é considerada microempresa dado que emprega entre 1 funcionário e 9 funcionários (57,1%), 33,3% empregam entre 10 e 49 pessoas, logo são pequenas empresas, ao passo que apenas 9,5% das empresas responderam que tinham mais do que 49 funcionários, ou seja representam médias empresas.

5.2. Estrutura de Capital

De forma a dar resposta à questão de investigação número 1, que pretende verificar qual a estrutura de capital característica das empresas em análise, foi feito o levantamento dos capitais próprios, do passivo não corrente e do passivo corrente de cada empresa.

Graficamente, os resultados obtidos foram os seguintes:

Gráfico 7: Estrutura de Financiamento: Valores Médios



Fonte: Elaboração Própria.

Observando o gráfico, verifica-se que as empresas do sector do mobiliário, que constam desta análise, têm uma estrutura de financiamento assente maioritariamente em capitais próprios, verificando-se um valor médio de 53,7%, enquanto que o passivo

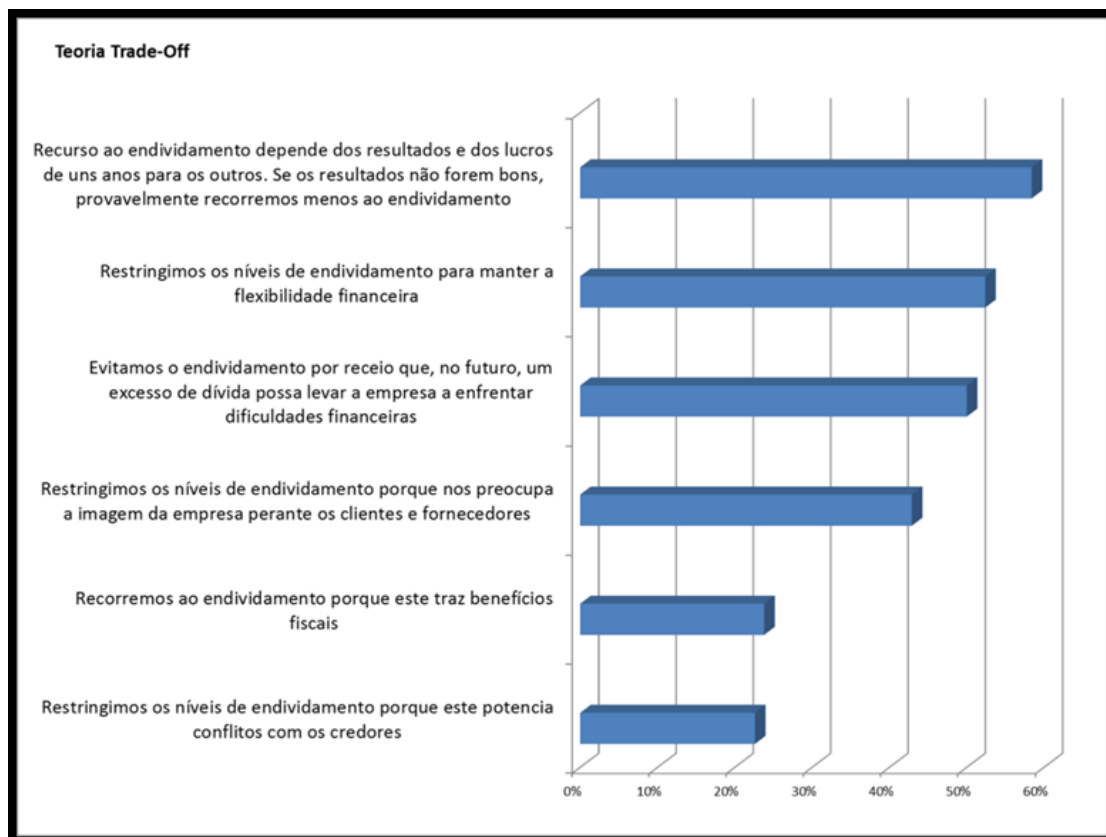
Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

corrente e o passivo não corrente têm valores médios muito inferiores, respectivamente de 29,6% e de 16,3%.

Estes dados parecem indicar um esforço de capitalização das empresas analisadas. Dado que a realidade financeira de Portugal se encontra um tanto fragilizada e os bancos não se encontram tão disponíveis para empréstimos, as empresas eventualmente estarão a procurar reter lucros e assim fortalecer o seu capital próprio. A questão de investigação número 2 tem o objectivo de confirmar a aplicação da teoria de *Trade-Off* às empresas em estudo, de acordo com as percepções dos seus gestores.

Dos resultados obtidos através dos questionários, verifica-se o seguinte:

Gráfico 8: Questões sobre a Teoria *Trade-Off*
(percentagem de empresas que responderam “Concordo” ou “Concordo Totalmente”)



Fonte: Elaboração Própria.

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Graficamente, constata-se que 58,4% das empresas têm em conta os resultados da empresa antes de recorrerem ao endividamento, ou seja, na hipótese dos seus resultados não serem tão bons de uns anos para os outros, elas provavelmente irão recorrer menos ao endividamento. 52,4% dos inquiridos respondeu que concorda ou concorda totalmente que restringem os níveis de endividamento das suas empresas para manterem flexibilidade financeira (ou seja, capacidade adicional de obtenção de crédito junto da Banca, em caso de necessidade). 50% das empresas responderam afirmativamente à questão “evitamos o endividamento por receio que, no futuro, um excesso de dívida possa levar a empresa a enfrentar dificuldades financeiras”, enquanto 42,9% responderam que restringem os níveis de endividamento porque se preocupam com a imagem da empresa perante os seus clientes e fornecedores. Apenas 23,8% dos inquiridos afirmam que recorrem ao endividamento porque este traz benefícios a nível fiscal e por fim, 22,6% dos responsáveis pelas empresas de mobiliário dos concelhos de Paredes e Paços de Ferreira, concordam ou concordam totalmente que restringem os níveis de endividamento tendo em conta que quanto mais endividada estiver a empresa, maior será o risco de ocorrerem conflitos com os credores.

Analisando os valores atribuídos a cada questão pode-se verificar que as empresas que constam da amostra reconhecem as desvantagens associadas à teoria *Trade-Off*, nomeadamente as associadas aos chamados custos de falência, embora não atribuam tanta importância ao potencial de conflitos de agência com credores. Em contrapartida, não é tão claro que reconheçam as vantagens associadas a esta teoria, ou seja, que o endividamento pode trazer vantagens fiscais para a empresa.

Como forma de dar resposta à questão de investigação número 3, que tem o objectivo de verificar se há confirmação de que a teoria *Pecking Order* se aplica às empresas em estudo, obtivemos os seguintes resultados:

Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Gráfico 9: Questões Sobre a Teoria *Pecking Order*
(percentagem de empresas que responderam “Concordo” ou “Concordo Totalmente”)



Fonte: Elaboração Própria.

Da análise efectuada ao gráfico constata-se que, no que concerne à teoria de *Pecking Order*, o autofinanciamento (lucros retidos) é apontado como sendo o meio de financiamento mais utilizado pelas empresas, com uma percentagem acumulada de 52,4%, o que significa que as empresas estão tendencialmente de acordo com a utilização prioritária de recursos gerados internamente para financiar os seus investimentos. A utilização de recursos externos (recurso ao endividamento) registou uma concordância de 31%, enquanto que 27,4% dos inquiridos admitiu recorrer a dinheiro dos sócios actuais da empresa. A hipótese de financiamento através de aumentos de capital com incorporação de novos sócios obteve a percentagem mais baixa, ou seja 3,6%.

Como por vezes as empresas não conseguem gerar fundos suficientes para responder às suas necessidades efectivas de financiamento, ou seja não se conseguem autofinanciar integralmente, e não estão dispostas a recorrer a fundos adicionais dos seus sócios, sentem necessidade de recorrer à dívida por considerarem que é a única opção viável. Assim, e de acordo com a questão “*Recorremos ao endividamento porque consideramos que é a única alternativa viável que temos à disposição (face à possibilidade de recurso a lucros retidos ou a dinheiro de sócios)*”, verificou-se que

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

46,5% dos gestores das empresas em análise apontaram que concordam ou concordam totalmente com esta perspectiva.

Como forma de dar resposta à questão de investigação, poder-se-á dizer que tendencialmente as empresas do sector do mobiliário preferem recorrer a fundos internos para financiarem os seus investimentos, em detrimento de recursos externos, sejam eles endividamento ou, ainda com menor probabilidade, dinheiro de novos sócios que entrem para a empresa. Concluímos assim que as empresas analisadas parecem seguir a hierarquização da teoria *Pecking Order*.

A última questão de investigação referente à temática da estrutura de capital (questão número 4) visa perceber se o nível de endividamento das empresas em análise é condicionado pela sua idade e dimensão (número de funcionários). Para a questão em causa, foi necessário realizar uma análise de regressão entre a variável dependente endividamento (medida pelo peso acumulado do passivo corrente e passivo não corrente na estrutura de capital) e as variáveis independentes idade e dimensão. O grau de significância estatística da relação é descrito da seguinte forma:

*** indica um nível de significância de $p < 0,001$;

** indica um nível de significância de $p < 0,01$;

* indica um nível de significância de $p < 0,05$.

Foi ainda calculado o VIF (variance inflation factor) como indicador de multicolinearidade. Para que o modelo estatístico tenha relevância, o valor do VIF deve ser inferior a 5 (Hair et al., 2009).

Os valores obtidos para a regressão em causa encontram-se na tabela seguinte:

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Tabela 2: Resultados da regressão do Modelo 1: $ENDIV = \alpha + \beta_1 IDADE + \beta_2 DIM$

	Coeficientes (β)	T	Sig.	VIF	R ²
IDADE	-0,080	-0,604	0,548	1,605	0,106
DIM	0,369	2,776	0,007**	1,605	

Fonte: Elaboração Própria.

De acordo com os valores obtidos pelo programa SPSS no que respeita à regressão do modelo 1: $ENDIV = \alpha + \beta_1 IDADE + \beta_2 DIM$, verifica-se que apenas a variável dimensão apresenta resultados com significância estatística. Os valores do factor de inflação da variância (VIF) não indicam a existência de problemas de multicolinearidade. Por outro lado, constata-se um valor relativamente baixo apresentado pelo R^2 , sugerindo (não surpreendentemente) que as variações na variável dependente são maioritariamente explicadas por outras variáveis independentes para além das consideradas neste modelo.

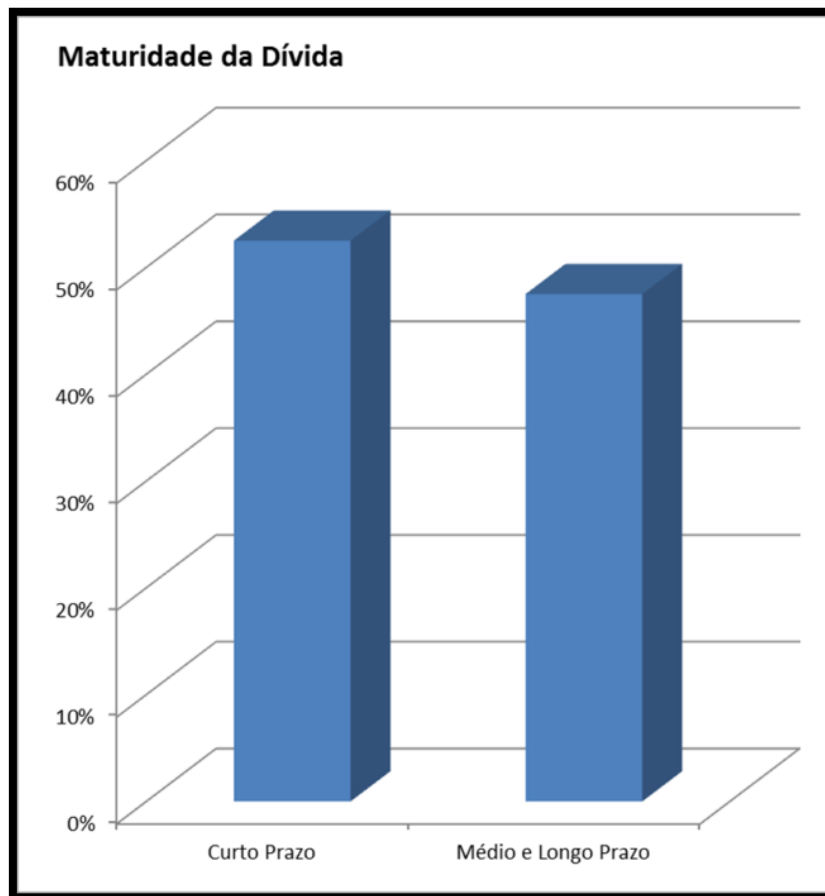
Como forma de dar resposta à questão de investigação número 4, pode concluir-se que, de acordo com os valores apresentados, o nível de endividamento parece ser apenas condicionado pela dimensão das empresas, sendo que não existem valores estatísticos que confirmem o mesmo para a idade. Assim, quanto maior a dimensão da empresa (em número de trabalhadores), maior parece ser a sua tendência para apresentar uma estrutura sustentada maioritariamente em endividamento (e consequentemente, com menor autonomia financeira).

5.3. Estrutura de Maturidade da Dívida

Na tentativa de verificar qual a estrutura de maturidade da dívida predominante nas empresas em estudo (questão de investigação número 5), foi colocada uma questão aos inquiridos que visava quantificar a percentagem de dívida financeira a curto prazo e a médio e longo prazo no passivo da empresa. Os resultados obtidos foram os seguintes:

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Gráfico 10: Estrutura de Maturidade da Dívida: Valores Médios



Fonte: Elaboração Própria.

Observando o gráfico constata-se que as empresas de mobiliário do Vale do Sousa presentes nesta investigação dão preferência ao uso de dívida financeira de curto prazo, uma vez que esta apresenta um valor médio de 52,5% do total da dívida financeira. Em contrapartida, a média de utilização de dívida financeira de médio e longo prazo é de 47,5%.

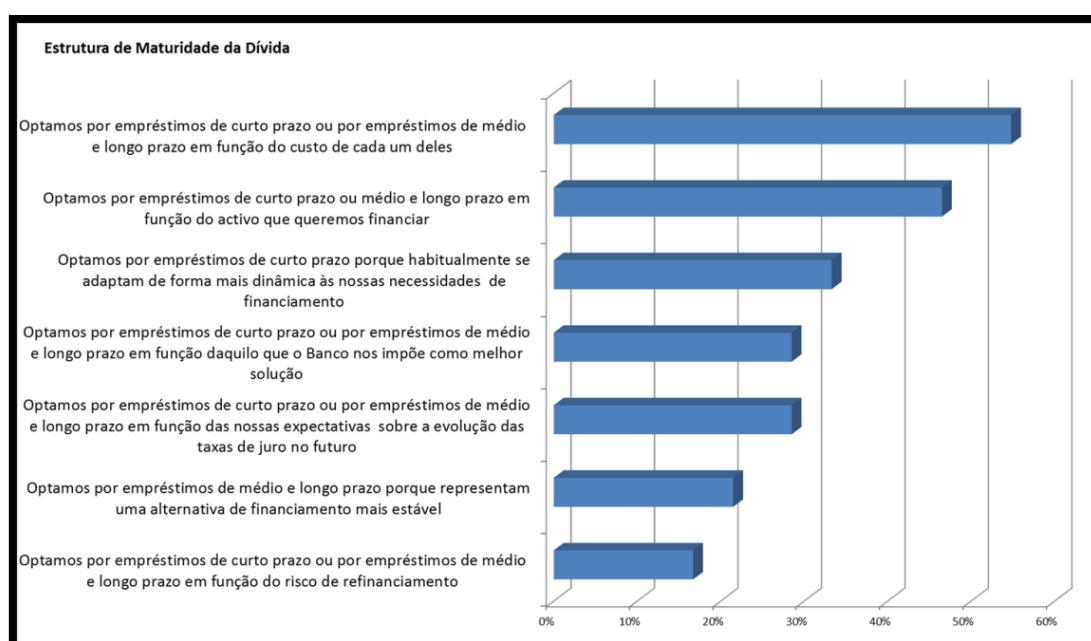
Muito embora os valores médios não sejam muito díspares, a utilização de dívida financeira de curto prazo parece ser a mais frequente. A dimensão reduzida das empresas, a menor credibilidade muitas vezes resultante de fragilidades financeiras e ainda a opacidade da informação que transmitem aos financiadores podem tornar-se factores que levem as instituições financeiras a não concederem tão facilmente crédito a médio e longo prazo, pois no curto prazo é mais fácil monitorizar os seus clientes.

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Na tentativa de obter mais informação relativa à estrutura de maturidade da dívida das empresas em causa, foi formulada mais uma questão de investigação (questão número 6) que tem o objectivo de verificar quais as condicionantes à tomada de decisão sobre a maturidade da dívida, tendo em conta as percepções manifestadas pelos seus gestores.

Graficamente os resultados obtidos foram:

Gráfico 11: Questões sobre as Condicionantes à Tomada de Decisão sobre a Maturidade da Dívida (percentagem de empresas que responderam “Concordo” ou “Concordo Totalmente”)



Fonte: Elaboração Própria.

Da análise aos resultados obtidos, verifica-se que a percentagem de empresas que responderam concordo ou concordo totalmente à questão da opção por empréstimos de curto prazo ou de médio e longo prazo tendo em conta o custo de cada um é de 54,8%. 46,5% dos inquiridos têm em conta o activo que querem financiar para escolher a duração do empréstimo.

Apenas 33,3% dos inquiridos associaram a opção por empréstimos de curto prazo a uma maior capacidade de adaptação dinâmica às necessidades de financiamento da empresa. 28,5% responderam afirmativamente que têm em conta aquilo que o Banco lhes impõe como melhor solução, 28,5% têm em conta as expectativas sobre a

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

evolução das taxas de juro no futuro, 21,5% admitem escolher financiamento de médio e longo prazo pois acreditam que é uma alternativa de financiamento mais estável e 16,7% têm em conta, no momento da escolha, o risco de refinanciamento, uma vez que se acharem que vai ser difícil renovar um empréstimo de curto prazo, então tentam obter um empréstimo de médio e longo prazo.

Das condicionantes subjacentes à tomada de decisão sobre a maturidade da dívida presentes no questionário, podemos concluir que as empresas, na sua maioria, apontam apenas duas delas como sendo as mais relevantes no momento da escolha de duração da dívida. O custo relativo assume-se como o critério mais relevante nessa decisão, seguindo-se a maturidade dos activos, ou seja, a opção por endividamento a curto prazo ou a médio e longo prazo em função da vida útil do activo que se pretende financiar.

A última questão de investigação referente à temática da estrutura de maturidade da dívida (questão de investigação 7) tem o intuito de verificar se a maturidade da dívida das empresas em análise é condicionada pela sua idade, dimensão ou nível de endividamento.

Os resultados obtidos foram os seguintes:

Tabela 3: Resultados da regressão do Modelo 2: $ENDIV_{cp} = \alpha + \beta_1 IDADE + \beta_2 DIM + \beta_3 ENDIV$

	Coeficientes (β)	T	Sig.	VIF	R ²
IDADE	-0,104	-0,744	0,459	1,613	
DIM	0,228	1,565	0,121	1,758	0,032
ENDIV	-0,015	-0,126	0,900	1,119	

Fonte: Elaboração Própria.

Os resultados obtidos sugerem uma relação inversa entre idade e endividamento de curto prazo (ou seja, empresas mais “jovens” tenderiam a recorrer mais à dívida de curto prazo), e uma relação directa entre dimensão e endividamento de curto prazo

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

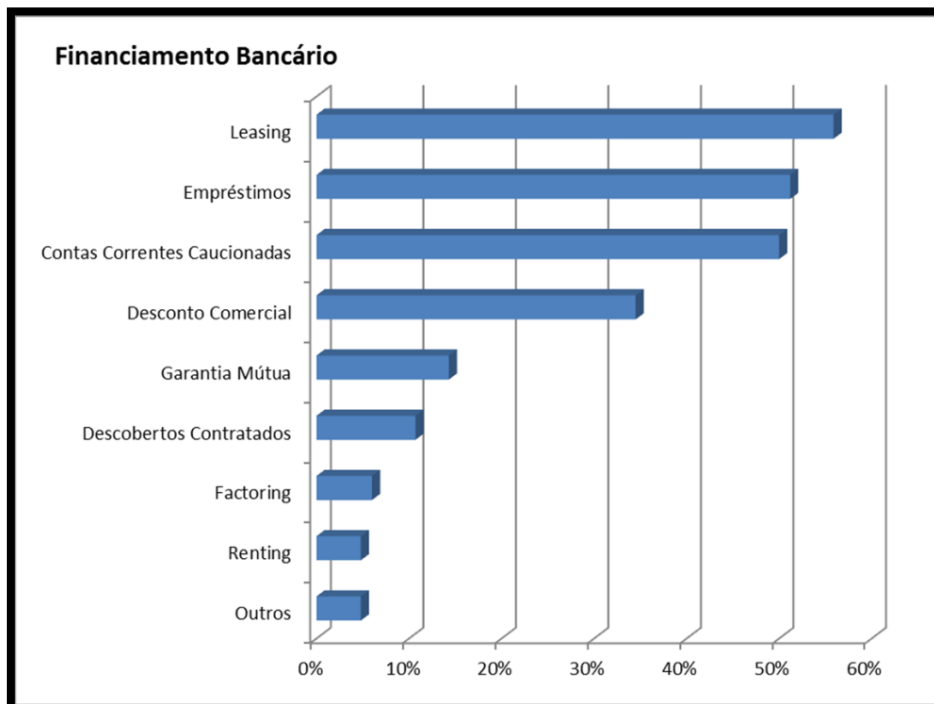
(ou seja, empresas maiores tenderiam a recorrer mais à dívida de curto prazo). Já a variável endividamento apresenta um coeficiente mais próximo de zero, sugerindo ausência de relação com a maturidade da dívida. No entanto, e de acordo com os valores apontados anteriormente como indicadores de nível de significância estatística, não podemos concluir que exista correlação estatisticamente relevante entre as variáveis independentes apresentadas e o endividamento de curto prazo.

5.4. Padrões de Endividamento

Verificámos na revisão da literatura que diversos estudos apontam o financiamento bancário como sendo o mais utilizado pelas PME quando estas precisam de financiar os seus investimentos. No entanto, que seja do nosso conhecimento, raros foram os estudos que procuraram aferir quais os principais instrumentos de financiamento bancário a que as empresas portuguesas recorrem. Assim sendo, a questão de investigação 8 visa obter essa informação.

Graficamente os resultados obtidos foram:

Gráfico 12: Questões sobre os Instrumentos de Financiamento Bancário
(percentagem de empresas que responderam “Quase Sempre” ou “Sempre”)



Fonte : Elaboração Própria.

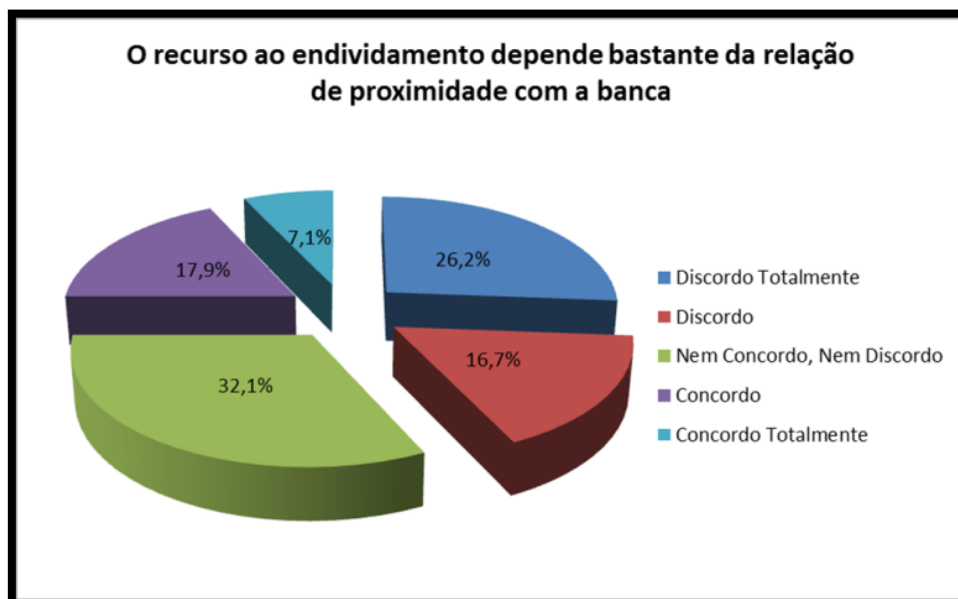
Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Fazendo a análise do gráfico verificamos que o instrumento financeiro que é mais frequentemente utilizado é o *leasing*, com uma percentagem acumulada de 55,9%. 51,2% dos gestores das empresas em estudo mencionaram recorrer a empréstimos, seguindo-se as contas correntes caucionadas que reuniram 50% de respostas entre quase sempre e sempre. Para além destes instrumentos financeiros que foram apontados como os mais utilizados, as empresas, embora de uma forma menos recorrente, também utilizam o desconto comercial, que reúne uma percentagem de 34,5%, a garantia mútua, com uma percentagem acumulada de 14,3%, os descobertos contratados, que foi apontado por 10,7% das empresas como sendo um dos instrumentos financeiros que mais utilizam, o *factoring* que reúne 6% de respostas consideradas positivas, o *renting* foi apenas mencionado por 4 empresários como sendo importante como instrumento financeiro e por fim, deu-se a oportunidade de as empresas acrescentarem outros instrumentos financeiros que utilizem com frequência, desta forma foram consideradas 4 respostas que apontaram o lease back, o PME Invest, os cheques pré-datados e ainda os cheques com data, perfazendo uma frequência acumulada de 4,8%.

Dada a análise dos dados, podemos concluir que os instrumentos financeiros mais utilizados que foram apontados pelos gestores das empresas em análise são o *Leasing*, os empréstimos e as contas correntes caucionadas.

Na tentativa de perceber se o financiamento bancário é influenciado pela relação de proximidade das empresas com a banca, obteve-se os seguintes resultados:

Gráfico 13: Importância da Relação de Proximidade com a Banca:
Distribuição Percentual



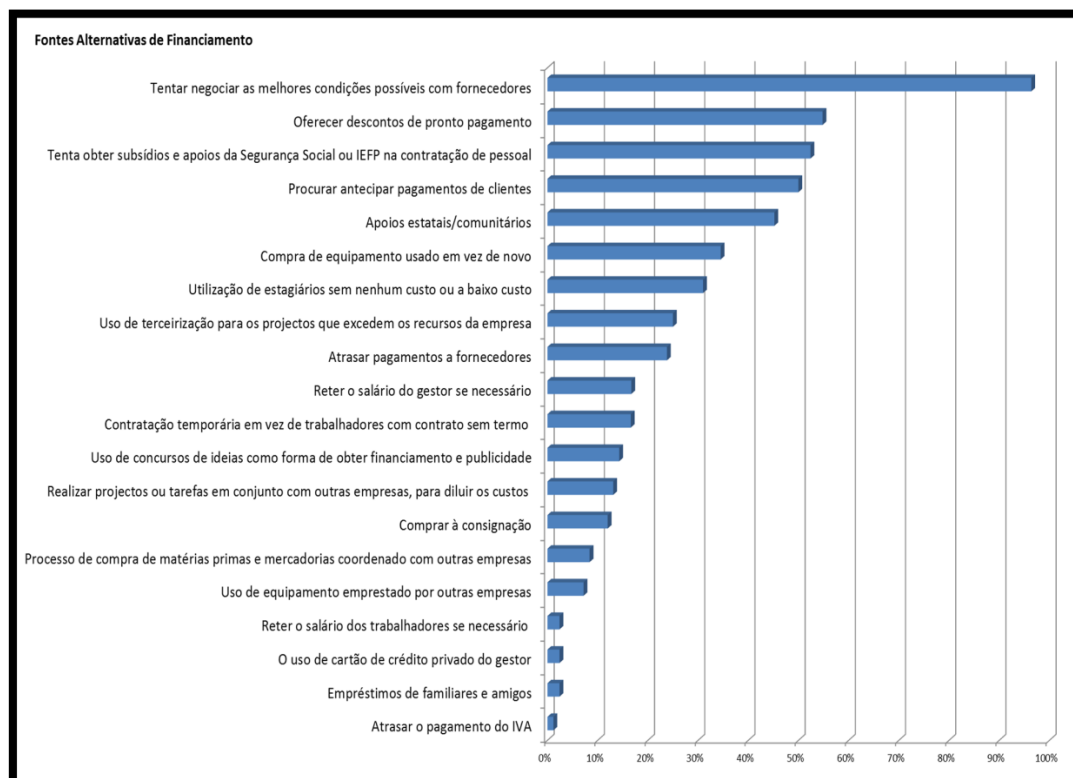
Fonte: Elaboração Própria.

Graficamente constata-se que poucos são os gestores que concordam com este pressuposto, visto que a maioria apontou a sua resposta como estando tendencialmente em desacordo, ou seja a maior percentagem de respostas situa-se entre o “discordo totalmente” e o “nem concordo, nem discordo” (75%), contra 25% que concordam ou concordam totalmente.

Para além do financiamento bancário, as empresas podem ainda contar com a ajuda de outras fontes alternativas de financiamento, que de certa forma são de uso corrente no universo empresarial. Assim, a questão de investigação 9 têm o intuito de verificar quais as principais fontes alternativas de financiamento a que as empresas em análise recorrem mais.

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes. Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Gráfico 14: Questões sobre as Fontes Alternativas de Financiamento
(percentagem de empresas que responderam “Quase Sempre” ou “Sempre”)



Fonte: Elaboração Própria.

Observando o gráfico constatamos que poucas são as fontes alternativas de financiamento que as empresas reconhecem como sendo utilizadas de forma habitual. É de destacar que 96,4% das empresas dizem que recorrem quase sempre ou sempre à tentativa de negociar as melhores condições possíveis com os fornecedores. Esta variável destacou-se de todas as outras uma vez que se encontra muito perto dos 100% ao passo que as variáveis seguintes encontram-se abaixo dos 55%.

Com 54,8% encontra-se a variável “oferecer descontos de pronto pagamento”, 52,4% dos inquiridos respondeu que “tenta obter subsídios e apoios da Segurança Social ou IEPF na contratação de pessoal”, e ainda a variável “procurar antecipar pagamentos de clientes” obteve 50% de respostas consideradas positivas.

A variável “apoios estatais e comunitários” muito embora tenha obtido uma média de resposta com o valor de 3,07, que leva a pensar que tendencialmente as empresas estão de acordo com o referido, obteve apenas uma frequência acumulada de 45,2%,

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

o que nos leva a verificar que maioritariamente as empresas não consideram esta variável como uma das fontes alternativas de financiamento a que recorrem com mais frequência.

As alternativas seguintes tiveram valores médios abaixo de 3, logo significa que tendencialmente as empresas estão em desacordo com o mencionado e a sua frequência acumulada tem valores abaixo dos 35%. As variáveis em causa são: *“Compra de equipamento usado em vez de novo”* (34,5%), *“Utilização de estagiários sem nenhum custo ou a baixo custo”* (31%), *“Uso de terceirização para os projectos que excedem os recursos da empresa (compra de produtos a outras empresas para satisfazer as necessidades dos nossos clientes)”* (25%) *“Atrasar pagamentos a fornecedores”* (23,8%), *“Reter o salário do gestor se necessário”* (16,7%), *“Contratação temporária em vez de trabalhadores com contrato sem termo”* (16,6%), *“Uso de concursos de ideias como forma de obter financiamento e publicidade”* (14,3%), *“Realizar projectos ou tarefas em conjunto com outras empresas, para diluir os custos”* (13,1%), *“Comprar à consignação”* (12%), *“Processo de compra de matérias primas e mercadorias coordenado com outras empresas”* (8,4%), *“Uso de equipamento emprestado por outras empresas”* (7,2%), *“Reter o salário dos trabalhadores se necessário”* (2,4%), *“O uso de cartão de crédito privado do gestor”* (2,4%), *“Empréstimos de familiares e amigos”* (2,4%) e *“Atrasar o pagamento do IVA”* (1,2%).

Desta última questão de investigação podemos concluir que as empresas também se financiam através de outras alternativas para além do financiamento bancário, sendo que optam maioritariamente pela tentativa de obtenção de melhores condições de pagamento junto dos fornecedores. Seguem-se a oferta de descontos de pronto pagamento, a tentativa de antecipação de pagamentos de clientes e ainda a obtenção de apoios e subsídios da Segurança Social e do IEFP no que respeita à contratação de pessoal. Já na variável que obteve a menor taxa de respostas entre quase sempre e sempre (atrasar o pagamento do IVA) pode ainda acrescentar-se que isso certamente se deve ao facto de as empresas terem presente que o atraso do pagamento do IVA é considerado crime e poderá trazer consequências negativas à empresa e aos seus gestores.

PARTE III: CONCLUSÕES

Capítulo 6: CONCLUSÕES

Ao longo deste estudo procurámos caracterizar o perfil de financiamento das empresas do sector do mobiliário do Vale do Sousa e confirmar a aplicação das teorias de referência à realidade encontrada. Para esse efeito recorreu-se a um estudo quantitativo com recurso ao inquérito por questionário como instrumento de recolha de dados.

Assim, em linha com a revisão da literatura, foram examinadas as percepções dos gestores das empresas em análise quanto à estrutura de capital, à estrutura de maturidade da dívida e ainda quanto aos padrões de endividamento. Foram ainda relacionadas as variáveis independentes idade, dimensão e endividamento, com as variáveis dependentes endividamento e financiamento de curto prazo, na tentativa de perceber se as características das empresas condicionam estas decisões.

6.1. Conclusões

No que respeita à estrutura de capital foram formuladas quatro questões de investigação.

De acordo com os resultados obtidos, e no que respeita à questão de investigação 1, *“Qual a estrutura de capital característica das empresas em análise?”* verificou-se, após o tratamento dos dados, que as empresas inquiridas apresentaram em média um capital próprio superior ao passivo (53,7% vs. 46,3% do total do financiamento).

Na tentativa de comparar os dados obtidos com a média do sector a nível nacional e também dos dois concelhos em estudo, foi feito o levantamento dos valores mais recentes da autonomia financeira através do Portal Estatístico de Informação Empresarial do Instituto de Registos e Notariado (2014). A autonomia financeira a nível nacional do sector do mobiliário no ano de 2011 foi de 28,90%, ao passo que a de Paredes e Paços de Ferreira situou-se nos 26,49%.

Comparando estes dados com a informação obtida na presente investigação, verificamos uma disparidade significativa. Mesmo tendo presente eventuais diferenças

Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

resultantes das metodologias de obtenção dos dados, estes resultados parecem sinalizar uma tendência de crescimento do peso relativo dos capitais próprios das empresas deste sector nos últimos anos. Uma explicação possível para este fenómeno será que as empresas estão cada vez mais conscientes da realidade financeira de Portugal e das dificuldades de obter capital através de financiamento bancário, optando por isso por políticas de financiamento mais conservadoras, que passam pela retenção de lucros e pela redução do endividamento. Esta é, quanto a nós, uma das descobertas mais relevantes desta investigação.

Ao analisar os dados referentes à questão de investigação 2 *“Confirma-se a aplicação da teoria Trade-Off às empresas em estudo, considerando as percepções manifestadas pelos seus gestores?”* constatamos que as empresas em estudo estão conscientes das desvantagens associadas a esta teoria, nomeadamente as associadas aos custos de falência, mas não se torna tão claro que reconheçam as vantagens, principalmente as relacionadas com os benefícios a nível fiscal.

Recorde-se que a teoria *Trade-Off* sustenta a ideia de que o endividamento traz vantagens para a empresa através dos benefícios fiscais (dedutibilidade fiscal dos juros), assim como pela redução dos conflitos de agência (Miller, 1977; Jensen e Meckling, 1976; DeAngelo e Masulis, 1980). Por seu lado, as desvantagens apontadas por Modigliani e Miller (1963) e Jensen e Meckling (1976) estão associadas com os custos de falência, os conflitos de agência com credores e a perda de flexibilidade financeira.

Os custos de falência, na presente investigação, mostraram ser a desvantagem que os gestores das empresas analisadas apontam como sendo aquela de que estão mais conscientes ao assumir dívida. Esta desvantagem encontra-se espelhada nas seguintes questões do inquérito: *“O recurso ao endividamento depende bastante dos resultados da empresa e da estabilidade dos lucros de uns anos para os outros. Se os resultados não forem bons e variarem muito, provavelmente recorreremos menos ao endividamento”*, *“ Evitamos o endividamento por receio que, no futuro, um excesso de dívida possa levar a empresa a enfrentar dificuldades financeiras”* e *“ Restringimos os*

níveis de endividamento porque nos preocupa a imagem da empresa perante os clientes e fornecedores". Nestas questões obtiveram-se percentagens como 58,4%, 50% e 42,9%.

A questão *"Restringimos os níveis de endividamento para manter a flexibilidade financeira (ou seja, para assegurar que se for absolutamente necessário ainda temos crédito disponível junto da Banca)"* analisa a perda de flexibilidade financeira e foi apontada por 52,4% dos gestores como sendo uma das preocupação no endividamento. Por outro lado, os gestores das empresas analisadas não deram tanta importância aos custos de agência com credores, uma vez que apenas 22,6% apontaram que: *" Restringimos os níveis de endividamento porque este potencia conflitos com os credores"*.

Como já mencionado anteriormente, os gestores das empresas em análise mostram estar conscientes das desvantagens associadas à teoria *Trade-Off*, ao passo que não se torna tão claro que reconheçam as vantagens. Isso porque apenas 23,8% dos inquiridos responderam que concordavam ou concordavam totalmente que recorrem ao endividamento porque este traz benefícios fiscais, porque se os juros abatem aos lucros da empresa então esta passa a pagar menos IRC.

Por seu lado, a questão de investigação 3, *"Confirma-se a aplicação da teoria Pecking Order às empresas em estudo, considerando as percepções manifestadas pelos seus gestores?"*, leva-nos a concluir que as empresas em estudo tendem a recorrer ao autofinanciamento como forma de cobrirem as suas necessidades de financiamento em detrimento do recurso a capital externo, seja ele endividamento ou recurso a dinheiro de sócios actuais e de novos sócios.

Em suma, a teoria *Pecking Order* parece ser a que melhor se adapta às empresas em estudo, muito embora também se encontrem indícios da teoria *Trade-Off*, concluindo-se assim que qualquer das teorias isoladamente não fornece uma explicação integral para a estrutura de capital das empresas analisadas. À mesma conclusão chegaram autores como Mira e Gracia (2003), Serrasqueiro et al. (2011) e Junior (2012).

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Ainda na temática da estrutura de capital obteve-se a resposta à questão de investigação 4, *“Será o nível de endividamento das empresas em análise condicionado pela sua idade e dimensão?”*. Após analisados os dados podemos concluir que o nível de endividamento parece ser apenas condicionado pela dimensão (número de empregados), logo quanto maior a dimensão da empresa maior a tendência para o endividamento. À mesma conclusão chegaram autores como Daskalakis e Psillaki (2005), Mira (2005), Beck et al. (2008) e Novo (2009). A explicação para este resultado está tipicamente associada a três factores: as empresas maiores tendem a ser mais diversificadas e com menor probabilidade de falência (logo, têm menor risco), as empresas maiores têm mais facilidade em reduzir os custos de transacção associados à dívida, e a qualidade da informação financeira tende a ser superior nas empresas maiores, reduzindo as assimetrias de informação e consequentemente os custos de agência potenciais com credores. Assim, têm capacidade e possibilidade de assumir mais dívida do que empresas de menor dimensão.

Outro dos temas abordados prende-se com a estrutura de maturidade da dívida.

A questão de investigação 5, *“Qual a estrutura de maturidade da dívida predominante nas empresas em estudo?”*, analisou a percentagem de empresas que recorrem ao financiamento de curto prazo e ao financiamento de médio e longo prazo. Da análise dos dados obteve-se uma percentagem de 52,5% de empresas que recorrem com mais frequência ao financiamento de curto prazo. Para além das explicações possíveis já adiantadas anteriormente, esta realidade poderá ainda estar relacionada com o facto de as empresas serem incapazes de ceder garantias adicionais relevantes em períodos caracterizados pela dificuldade comercial.

À mesma conclusão chegaram autores como: DeAngelo e Masulis (1980), Gama (2000), Novo (2009) e Junior (2012), que após as suas investigações concluíram que o endividamento de curto prazo revela ser a vertente de financiamento mais importante para as PME.

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

No que respeita à questão de investigação 6, *“Quais as principais condicionantes à tomada de decisão sobre a maturidade da dívida nas empresas em análise, considerando as percepções manifestadas pelos seus gestores?”*, verificamos que apenas duas das condicionantes foram apontadas como sendo as mais relevantes sendo elas, *“optamos por empréstimos de curto prazo ou por empréstimos de médio e longo prazo em função do custo de cada um deles (...)”* e *“optamos por empréstimos de curto prazo ou médio e longo prazo em função do activo que queremos financiar (conforme tenha vida útil mais curta ou mais longa)”*, ou seja maturity matching. À mesma conclusão chegaram autores como: Stohs e Mauer (1996), Ozkan (2000), Graham e Harvey (2001), Antoniou et al. (2006) e García-Teruel e Martínez-Solano (2007) que evidenciam que as empresas têm em conta o custo dos empréstimos e pedem emprestado a curto prazo quando sentem que as taxas de juro são mais baixas do que no médio e longo prazo, ou então quando esperam que as taxas de juro no médio e longo prazo venham a sofrer um declínio. Assim como também encontraram evidências de que o maturity matching é importante para as PMEs, dado que estas escolhem entre dívida de curto prazo e de médio e longo prazo em função do activo que querem financiar, consoante este tenha vida mais longa ou mais curta.

A última questão de investigação referente a esta temática (questão de investigação 7), *“Será a maturidade da dívida das empresas em análise condicionada pela sua idade, dimensão ou nível de endividamento?”*, não obteve um nível de significância estatística que nos permitisse concluir que existe correlação entre as variáveis idade, dimensão e endividamento e o endividamento de curto prazo. Os nossos resultados não corroboram assim o estudo de Hashemi (2013) que refere que a idade parece afectar o nível de dívida a curto prazo. Autores como Scherr e Hulburt (2001), Antoniou et al. (2006), no caso da Alemanha e da França, Highfield (2008), García-Teruel e Martínez-Solano (2010) e Hashemi (2013) chegaram à conclusão de que existe uma correlação negativa entre a dimensão da empresa e a dívida de curto prazo.

No que respeita à variável endividamento, Diamond (1991), Stohs e Mauer (1996), Scherr e Hulburt (2001), Antoniou et al. (2006), García-Teruel e Martínez-Solano (2010)

e Correia (2012) concluíram que as empresas mais endividadas recorrem mais a dívida de médio e longo prazo. Os resultados obtidos neste estudo não nos permitem confirmar que esta conclusão é aplicável às PME analisadas.

Combinando a relevância do custo relativo da dívida manifestada pelos gestores destas empresas com a sua preferência tendencial pelo financiamento a curto prazo, expressa nos dados obtidos, podemos ainda concluir que as empresas demonstram ter a percepção de que o financiamento de curto prazo é mais barato, confirmando a perspectiva de alguns autores quanto aos benefícios efectivos da dívida de curto prazo (eg. Jun e Jen, 2003).

No que respeita aos padrões de endividamento foram formuladas duas questões.

Da questão de investigação 8, *“Quais os principais instrumentos de financiamento bancário a que recorrem as empresas analisadas?”*, verificamos que os instrumentos financeiros mais frequentemente utilizados são o *leasing*, os empréstimos e as contas correntes caucionadas. Na tentativa de perceber se a relação de proximidade com a banca era um factor relevante na escolha das empresas por este tipo de financiamento, foi colocada uma questão sobre este tema, mas após a análise dos resultados concluiu-se que os gestores não parecem atribuir particular importância a este assunto, assim contrariando a perspectiva de alguns autores sobre a relevância das relações estabelecidas com as entidades bancárias (eg. Baas e Scrooten, 2006; Biekpe e Abor, 2007; Hernández-Cánovas e Martínez-Solano, 2010).

Poucos são os estudos que se debruçam sobre a preferência das empresas quanto aos instrumentos de financiamento que preferem quando confrontadas com a necessidade de recorrer a fontes externas, sendo que apenas encontramos os estudos realizados por Daskalakis e Psillaki (2005) e Ramos (2011). Os resultados que obtiveram também referem que os empréstimos e o *leasing* são o tipo de financiamento mais preferido, mas não se encontra referência às contas correntes caucionadas.

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Já na última questão de investigação (questão de investigação 9), o nosso intuito foi perceber *“Quais as principais fontes alternativas de financiamento a que recorrem as empresas analisadas?”*, onde concluímos que a quase totalidade dos gestores inquiridos apontaram que recorrem sempre ou quase sempre à negociação das *“melhores condições possíveis com os fornecedores”* e ainda com percentagem acima dos 50% foram referidas as variáveis *“oferecer descontos de pronto pagamento”*, *“tentar obter subsídios e apoios da Segurança Social ou IEEP na contratação de pessoal”* e *“procurar antecipar pagamentos de clientes”*.

Dos estudos empíricos consultados sobre este tema, apenas Schinck e Sarkar (2012) procuravam apurar quais as fontes apontadas pelas empresas como sendo as mais utilizadas. Na análise comparada das duas investigações, salta à vista a coincidência do método a que as empresas recorrem mais (negociar melhores condições com fornecedores), bem como a reduzida adesão à possibilidade de atrasar o pagamento do IVA. Outras possibilidades, como a oferta de descontos de pronto pagamento ou a tentativa de antecipar pagamentos a clientes, revelam também razoável proximidade em ambos os estudos.

Como conclusão final podemos mencionar que a teoria Pecking Order é aquela que melhor se parece adequar às decisões sobre a estrutura de capital das empresas analisadas, mas também se detectam elementos que indiciam uma aplicação pelo menos parcial da teoria Trade-Off. O que nos leva a concluir que estas teorias se assumem como complementares. Ficou também evidenciado que o endividamento de curto prazo é o mais utilizado pelas PME em estudo e as condicionantes que as empresas assumem como sendo as principais no momento dessa tomada de decisão prendem-se com o custo do financiamento e com os activos que querem financiar.

Já na óptica dos padrões de endividamento, os principais instrumentos de financiamento bancário a que estas empresas recorrem são o leasing, os empréstimos e as contas correntes caucionadas. As principais fontes alternativas de financiamento enumeradas pelas empresas como sendo aquelas a que recorrem com mais frequência são as relativas à tentativa de negociar as melhores condições possíveis com os

fornecedores, a oferta de descontos de pronto pagamento, a procura de antecipação do pagamento dos clientes e ainda a tentativa de obtenção de subsídios e apoios da Segurança Social ou IEFP na contratação de pessoal.

Foram ainda encontradas evidências de que o nível de endividamento é condicionado pela dimensão das empresas, mas não foi possível confirmar que a maturidade da dívida é condicionada pela idade, dimensão e endividamento.

6.2. Limitações do Estudo

No que respeita às limitações do estudo, cabe referir que a presente investigação, muito embora seja caracterizada como quantitativa, teve que se basear em perguntas com uma forte vertente qualitativa. De facto, desde cedo se tornou claro que não seria viável a obtenção do tipo de dados, nomeadamente de cariz financeiro, que habitualmente se associam a esta área de investigação. Não podemos deixar de referir, porém, que Graham e Harvey (2001), em cujo estudo esta investigação encontrou uma importante fonte de inspiração, apresentam argumentos muito sólidos para defender os méritos de uma investigação empírica dentro dos moldes aqui desenvolvidos.

Com os problemas encontrados na cedência de informação, não foi possível analisar dados relativos à totalidade da população de empresas do sector do mobiliário do Vale do Sousa. Assim, a investigação centrou-se numa amostra de 84 empresas que responderam às questões presentes no inquérito por questionário, num universo de 612 empresas que se dedicam apenas à componente industrial do sector. Por esta razão, a generalização destes resultados deve ser encarada cautelosamente.

6.3. Linhas de Investigação Futuras

Ao longo das últimas décadas foram realizados vários estudos sobre a estrutura de capital e a estrutura de maturidade da dívida, embora se tenham centrado maioritariamente nas grandes empresas onde a informação é mais fácil de obter, daí que poucas sejam as investigações que se encontram sobre as PME's.

Para futuras investigações é proposto que se aprofundem estes temas no seio das PME's, com recolha de dados financeiros, para a realização de uma investigação

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

quantitativa onde seja possível analisar com mais detalhe a estrutura de capital e a estrutura de maturidade da dívida das empresas portuguesas, assim como verificar quais os instrumentos financeiros bancários ou outras fontes de financiamento a que recorrem e o porquê das suas escolhas.

Em paralelo, a realização de case studies aprofundados junto de algumas empresas portuguesas representativas poderia permitir compreender de forma mais detalhada quais as perspectivas e condicionantes dos gestores face à questão do financiamento empresarial.

Finalmente, seria também particularmente interessante replicar o presente estudo noutros sectores de actividade e áreas geográficas em Portugal, com a finalidade de detectar eventuais diferenças de comportamento entre distintos sectores e regiões.

BIBLIOGRAFIA

- Associação Empresarial de Paços de Ferreira (2007) Conception and Elaboration of a Market Study-Plan. Furniture Technology Centre in the North of Portugal Including the Operational and Organisational Model. [pdf] Portugal: Associação Empresarial de Paços de Ferreira. Disponível em:
<http://www.aepf.pt/index.php/aepf/estudo-ini.html>
- Associação Empresarial de Portugal (2012) *Exporthome*. [pdf] Portugal: AEP. Disponível em:
[http://aep.org.pt/docs/aep-estudos/exporthome-\(janeiro-2012\).pdf?sfvrsn=18](http://aep.org.pt/docs/aep-estudos/exporthome-(janeiro-2012).pdf?sfvrsn=18)
- AGARWAL, Rajshree, HAUSWALD, Robert (2009) The Choice between Arm's-Length and Inside Debt. [Online] Disponível em:
http://www1.american.edu/academic.depts/ksb/finance_realestate/rhauswald/papers/Arm's-Length%20and%20Inside%20Debt.pdf
- AIVAZIAN, Varouj A., GE, Ying, QIU, Jiaping (2005) Debt Maturity Structure and Firm Investment. *Financial Management*, 34 (4), 107-119.
- ANTONIOU, Antonios, GUNAY, Yilmaz, PAUDYAL, Krishna (2006) The Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence from France, Germany and the UK. *European Financial Management*, 12 (2), 161-194.
- BAAS, T., SCHROOTEN, M. (2006) Relationship Banking and SMEs: A Theoretical Analysis. *Small Business Economics*, 27, 127-137.
- BAKER, Malcolm, WURGLER, Jeffrey (2002) Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57 (1), 1-32.
- Balling, Morten, Bernet, Beat, Gnan, Ernest (2009) *Financing SMEs in Europe*. [pdf] Disponível em:
<http://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&ved=0CEkQFjAD&url=http%3A%2F%2Fwww.ceps.eu%2Fceps%2Fdld%2F8051%2Fpdf&ei=aOv9UqaVLoWqhQfPtYHIDw&usg=AFQjCNFa7G29mE-Zx1CXimEfBCxFfXFOBA&bvm=bv.61190604,d.bGQ>

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Banco de Portugal (2013) *Inquérito aos Bancos Sobre o Mercado de Crédito. Resultados para Portugal*. [pdf] Portugal: Banco de Portugal. Disponível em:

http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/IBMC/Publicacoes/Results_jul13_p.pdf

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2014) Basel II. [Online] Disponível em:

<http://www.bis.org/publ/bcbsca.htm>

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2014) Basel III. [Online] Disponível em:

<http://www.bis.org/publ/bcbsca.htm>

BARTOLI, Francesca, FERRI, Giovanni, MURRO, Pierluigi, ROTONDI, Zenol (2012) SME Financing and the Choice of Lending Technology in Italy: Complementarity or Substitutability? [Online] Disponível em:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2119898

BASTOS, Rafael Rabelo (2010) *A Trade Credit Explanation Based on the Agency Theory, Legal Factors and Credit Contagion*. PhD Thesis, Universidad De Salamanca.

BECK, Thorsten, DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli (2006) Small and Medium-Size Enterprises: Access to Finance as a Growth Constraint. *Journal of Banking & Finance*, 30, 2931-2943.

BECK, Thorsten, DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli, MAKSIMOVIC, Vojislav (2008) Financing patterns around the word: Are small firms different? *Journal of Financial Economics*, 89, 467-487.

BECK, Thorsten, DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli, MAKSIMOVIC, Vojislav (2009) Bank Financing for SMEs: Evidence Across Countries and Bank-Ownership Types. [Online] Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1471331

BERGER, A., UDELL, G. F. (1998) The Economics of Small Business Finance: The Role of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22, 613-673.

BHAIRD, Ciarán, LUCEY, Brian (2009) Determinants of Capital Structure in IRISH SMEs. *Small Business Economics*, 35 (3), 357-375.

BIEKPE, N., ABOR, J. (2007) Small Business Reliance on Bank Financing in Ghana. *Emerging Markets Finance and Trade*, 43 (4), 93-102.

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

- BOUGATEF, Khemaies, CHICHTI, Jameleddine (2010) Equity Market Timing and Capital Structure: Evidence from Tunisia and France. *International Journal of Business and Management*, 5 (10), 167-177.
- BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., ALLEN, Franklin (1998) *Princípios de Finanças Empresariais*. Traduzido por M. C. Figueira e N. Carvalho. Portugal: McGraw-Hill.
- BRICK, Ivan E., RAVID, S. Abraham (1985) On the Relevance of Debt Maturity Structure. *The Journal of Finance*, 40 (5), 1423-1437.
- CHAVIS, Larry W., KLAPPER, Leora F., LOVE, Inessa (2010) Access to Bank Financing and New Investment: Evidence from Europe. [Online] Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1677453>
- CHILDS, P. D., MAUER, D. C., OTT, S. H. (2005) Interactions of corporate financing and investment decisions: The effects of agency conflicts. *Journal of Financial Economics*, 76 (3), 667-690.
- COLE, Rebel A. (2010) Bank Credit, Trade Credit or No Credit: Evidence from the Surveys of Small Business Finances. [Online] Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1540221
- CORREIA, Sandra Isabel dos Santos (2012) *As Determinantes Da Maturidade Da Dívida*, Master Dissertation, Universidade do Porto.
- DASKALAKIS, Nikos, PSILLAKI, Maria (2005) The Determinants of Capital Structure of the SMEs: Evidence from the Greek and the French firms. [Online] Disponível em: http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/psillaki_strasbg05.pdf
- DATTA, S., ISKANDAR-DATTA, M., RAMAN, K. (2005) Managerial Stock Ownership and the Maturity Structure of Corporate Debt. *The Journal of Finance*, 60 (5), 2333-2350.
- DEANGELO, Harry, MASULIS, Ronald W. (1980) Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.
- DE LA TORRE, Augusto, PERÍA, Maria Soledad Martínez, SCHMUKLER, Sergio L. (2010) Bank Involvement With SMEs: Beyond Relationship Lending. *Journal of Banking & Finance*, 34, 2280-2293.

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

DIAMOND, Douglas W. (1991) Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *The Quarterly Journal of Economics*, 106 (3), 709-737.

Diário da República Eletrónico (2007) *Decreto-Lei nº 372/2007. D.R. nº 213, Série I de 2007-11-06*. [pdf] Portugal: Diário da República eletrónico. Disponível em:

<http://dre.pt/cgi/dr1s.exe?t=d&cap=&doc=20073695&v01=1&v02=2007-11-06&v03=&v04=&v05=&v06=&v07=&v08=&v09=&v10=&v11=&v12=&v13=&v14=&v15=&v16=&v17=&v18=&v19=&v20=&v21=&v22=&v23=&v24=&v25=&sort=0&submit=Pesquisar&d=2007-11-06&maxDate=2013-12-03&minDate=1960-01-01>

European Central Bank (2013) *Survey on the Access to Finance of Small and Medium-Sized Enterprises in the Euro Area*. [pdf] Germany: European Central Bank. Disponível em:

<https://www.ecb.int/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>

FAN, Joseph P. H., TITMAN, Sheridan, TWITE, Garry (2012) An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47 (1), 23-56.

FLANNERY, Mark J. (1986) Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice. *The Journal of Finance*, [Online] 41 (1),

<http://www.jstor.org/discover/10.2307/2328342?uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21103312837563>

FREITAS, Henrique, OLIVEIRA, Mírian, SACCOL, Amarolinda Zanela, MOSCAROLA, Jean (2000) O método de pesquisa survey. *Revista de Administração*, 35 (3), 105-112.

GAMA, Ana P. B. M. (2000) Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas. *Associação da Bolsa de Derivados do Porto*.

GARCÍA-TERUEL, Pedro J., MARTÍNEZ-SOLANO, Pedro (2007) Short-term Debt in Spanish SMEs. *International Small Business Journal*, 25 (6), 579-602.

GARCÍA-TERUEL, Pedro J., MARTÍNEZ-SOLANO, Pedro (2010) Ownership structure and debt maturity: new evidence from Spain. *Review of Quantitative Finance & Accounting*, 35 (4), 473-491.

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

- GOSWAMI, Gautam, NOE, Thomas, REBELLO, Michael (1995) Debt Financing under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 50 (2), 633-659.
- GRAHAM, John R., HARVEY, Campbell R. (2001) The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
- GRÖBL, Ingrid, LEVRATTO, Nadine (2004) Problems of Evaluating Small Firms' Quality as a Reason for Unfavourable Loan Conditions. [pdf] Hamburger: Hamburger Universität für Wirtschaft and Politik. Disponível em:
http://www.wiso.uni-hamburg.de/fileadmin/wiso_dwp_vwl/Diskussionspapiere/Groessl/Problems_of_Evaluating.pdf
- GUNEY, Yilmaz, OZKAN, Aydin (2005) New insights on the importance of agency costs for corporate debt maturity decisions. *Applied Financial Economics Letters*, 1 (4), 233-238.
- HAIR, Joseph F., BLACK, William C., BARRY J. Babin, ANDERSON, Rolph E. (2009) *Multivariate Data Analysis*. 7th ed. New Jersey: Prentice Hall.
- HARRIS, Milton, RAVIV, Artur (1991) The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46 (1), 297-355.
- HARRISON, Richard T., MASON, Colin M. (1997) Entrepreneurial Growth Strategies and Venture Performance in the Software Industry. [Online] Disponível em:
<http://fusionmx.babson.edu/entrep/fer/papers97/sum97/hai.htm>
- HART, Oliver, MOORE, John (1995) Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management. *The American Economic Review*, [Online] 85 (3), <http://www.nber.org/papers/w4886>
- HASHEMI, Roshanak (2013) *The Impact of Capital Structure Determinants on Small and Medium size Enterprise Leverage: An Empirical Study of Iranian SMEs*. PhD Thesis, Södertörn University.
- HENRIQUES, João Pedro, BRÁS, Filomena Antunes (2013) Caracterização do Relacionamento Bancário num Contexto de Normas Contabilísticas Internacionais para Pequenas e Médias Empresas: O Caso de Portugal. *Estudos do ISCA*, 5 (4), 1-19.

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

- Hernández-Cánovas, Ginés, Koëter-Kant, Johanna (2005) SME Financing in Europe: Cross-Country Determinants of Debt Maturity. [pdf] Disponível em: http://personal.vu.nl/s.i.j.konijn/Finance@VUPapers/VU_Seminar.pdf
- HERNÁNDEZ-CÁNOVAS, Ginés, Martínez-solano, Pedro (2010) Relationship lending and SME financing in the continental european bank-based system. *Small Business Economics*, 34, 465-482.
- HIGHFIELD, M. J. (2008) On the Maturity of Incremental Corporate Debt Issues. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 47 (2), 45-67.
- Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento (2003) *Recomendação da Comissão 2003/361/CE*. [pdf] Portugal: IAPMEI. Disponível em: <http://www.iapmei.pt/resources/download/r6maio2003.pdf>
- Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento (2006) *O novo acordo de Basileia*. [pdf] Portugal: IAPMEI. Disponível em: http://www.iapmei.pt/iapmedia/mai07/O_novo_acordo_de_Basileia.pdf
- Instituto Nacional de Estatística, I.P. (2013) *Empresas em Portugal 2011*. [pdf] Portugal: Instituto Nacional de Estatística, I.P. Disponível em: http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes&PUBLICAC_OESpub_boui=153408436&PUBLICACOEstema=55579&PUBLICACOESmodo=2
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTATÍSTICA (2014) Sistema de Contas Integradas das Empresas. [Online] Disponível em: www.ine.pt
- JENSEN, Michael C., MECKLING, William H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- JIRAPORN, Pornsit, KITSABUNNARAT, Pattanaporn (2007) Debt Maturity Structure, Shareholder Rights, and Corporate Governance. *Journal of Applied Finance*, [Online] Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=999265>
- JUN, Sang-Gyung, JEN, Frank C. (2003) Trade-off Model of Debt Maturity Structure. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20 (1), 5-34.

Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

- JUNIOR, Francisco Pinheiro da Silva (2012) *A Estrutura do Capital das PME's e das Grandes Empresas: Uma Análise Comparativa*, Master Dissertation, Universidade de Coimbra.
- KALE, Jayant R., NOE, Thomas H. (1990) Risky Debt Maturity Choice in a Sequential Game Equilibrium. *Journal of Financial Research*, 13 (2), 155-165.
- KANE, Alex, MARCUS, Alan J., MCDONALD, Robert L. (1985) Debt Policy and the Rate of Return Premium to Leverage. *Journal of Financial Quantitative Analysis*, [Online] 20 (4), <http://www.nber.org/papers/w1439>
- KIM, Chang-Soo, MAUER, David C., STOHS, Mark Hoven (1995) Corporate Debt Maturity Policy and Investor Tax-timing Options: Theory and Evidence. *Financial Management*, [Online] 24 (1), <http://www.jstor.org/discover/10.2307/3665875?uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21103312837563>
- LÓPEZ-GRACIA, José, MESTRE-BARBERÁ, Reyes (2009) New Evidence of the Tax Effect on SME Optimum Debt Maturity Structure. [Online] Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1365868>
- LÓPEZ-GRACIA, José, MESTRE-BARBERÁ, Reyes (2011) Tax Effect on Spanish SME Optimum Debt Maturity Structure. *Journal of Business Research*, 64 (6), 649-655.
- LUCEY, Brian, BHAIRD, Ciarán (2006) Capital Structure and the Financing of SMEs: Empirical Evidence from an Irish Survey. [Online] Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=905845>
- MAJUMDAR, Raju (2010) The Determinants of Corporate Debt Maturity: A Study of Indian Firms. *The IUP Journal of Applied Finance*, 16 (2), 70-80.
- MASESA, Agnes, ZHOU, Yuying (2013) Bootstrapping Motives in Non-Financially Constrained Firms: A case study. PhD Thesis, Lund University.
- MATIAS, Miguel Neves (2009) O relacionamento bancário e o financiamento das PME: Uma revisão da literatura. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 8 (1), 21-31.

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

- MENEZES, H. Caldeira (1993) *Princípios de Gestão Financeira*. 4ª ed. Lisboa: Editorial Presença.
- MILLER, Merton H. (1977) Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32 (2), 261-275.
- MIRA, Francisco Sogorb (2005) How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish Data Panel. *Small Business Economics*, 25 (5) 447-457.
- MIRA, Francisco Sogorb, GRACIA, José (2003) Pecking Order Versus Trade-off: An Empirical Approach to the Small and Medium Enterprise Capital Structure. [Online] Disponível em: <http://www.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2003-09.pdf>
- MODIGLIANI, Franco, MILLER, Merton H. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48 (3), 261-297.
- MODIGLIANI, Franco, MILLER, Merton H. (1963) Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction. *The American Economic Review*, 53 (3), 433-443.
- MORRISON, Michael, MEZENTSEFF, Larissa (1997) Learning Alliances – A New Dimension of Strategic Alliances. *Management Decision*, 35 (5), 351-357.
- MYERS, Stewart C. (1977) Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- MYERS, Stewart C. (1984) The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39 (3), 575-592.
- MYERS, Stewart C. (2001) Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), 81-102.
- MYERS, Stewart C., MAJLUF, Nicholas S. (1984) Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221.
- MYERS, Stewart C., ROBICHEK, Alexander (1965) *Optimal Financing Decisions*. 2th ed. New Jersey: Prentice-Hall.

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

- NAKAMURA, Wilson T., JUCÁ, Michele N., BASTOS, Douglas D. (2011) Estrutura de Maturidade das Dívidas das Empresas Brasileiras: Um Estudo Empírico. *Revista de Administração Contemporânea*, 15 (2), 228-248.
- NAKAMURA, Wilson T., MARTIN, Diogenes M. L., FORTE, Denis, FILHO, António F. C., COSTA, André C. F., AMARAL, Alexandre C. (2007) Determinantes de Estrutura de Capital no Mercado Brasileiro – Análise de Regressão com Painel de Dados no Período 1999-2003. *Revista Contabilidade e Finanças USP*, 44, 72-85.
- NEELEY, Lynn (2003) Entrepreneurs and Bootstrap Finance. [Online] Disponível em: <http://www.doc88.com/p-94950626823.html>
- NOVO, António João Figueiredo (2009) *Estrutura de Capital da Pequenas e Médias Empresas: Evidência no Mercado Português*, Master Dissertation, Universidade de Aveiro.
- OZKAN, Aydin (2000) An Empirical Analysis of Corporate Debt Maturity Structure. *European Financial Management*, 6 (2), 197-212.
- PODSAKOFF, P. M., MACKENZIE S. M., LEE J., PODSAKOFF N. P. (2003) Common method variance in behavioral research: A critical review of the literature and recommended remedies. *Journal of Applied Psychology*, 88 (5), 879-903.
- PORTAL ESTATÍSTICO DE INFORMAÇÃO EMPRESARIAL DO INSTITUTO DE REGISTO E NOTARIADO (2014) Autonomia Financeira. [Online] Disponível em: <http://www.estatisticasempresariais.mj.pt/Paginas/estatisticas.aspx>
- PORTAL NACIONAL DAS EMPRESAS EM PORTUGAL (2014) Número de Empresas de móveis em Paredes e Paços de Ferreira. [Online] Disponível em: <http://portalnacional.com.pt/empresas/>
- QUIVY, Raymond, CAMPENHOUDT, Luc Van (1998) *Manual de Investigação em Ciências Sociais*. Traduzido por João Marques, Maria Mendes, Maria Carvalho. Lisboa: Gradiva.
- RAMOS, Marta Isabel Santos Fernandes (2011) *Capital de risco e financiamento bancário: custos e benefícios jurídico-económicos para as empresas portuguesas*, Master Dissertation, Universidade do Porto.

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

- Rogão, Márcia (2006) *O Comportamento das Empresas Cotadas Portuguesas na Escolha das Fontes de Financiamento*. [pdf] Portugal: Caderno do Mercado de Valores Mobiliários. Disponível em:
<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/bb76ebdc03c84935ae7b19797cc3f6b1Artigo6.pdf>
- ROSS, Stephen A. (1977) The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8 (1), 23-40.
- SCHERR, Frederick, HULBURT, Heather M. (2001) The Debt Maturity Structure of Small Firms. *Financial Management*, 30 (1), 85-111.
- SCHINCK, Anabela, SARKAR, Soumodip (2012) Financial Bootstrapping: a critical entrepreneurship skill. *Centro de Estudos e Formação Avançada em Gestão e Economia da Universidade de Aveiro*, 20, 1-24.
- SCHMIEDER, Christian, MARSCH, Katharina, AERSSSEN, Katrin Forster-Van (2010) Does banking consolidation worsen firms' access to credit? Evidence from the German economy. *Small Business Economics*, 35 (4), 449-465.
- SERRASQUEIRO, Zélia, NUNES, Paulo Maçãs, SILVA, Jacinto Vidigal (2011) Are Capital Structure Decisions of Family-Owned SMEs Different? Empirical Evidence from Portugal. *Centro de Estudos e Formação Avançada em Gestão e Economia – Universidade de Évora*, [Online] 11. Disponível em:
http://www.cefage.uevora.pt/pt/producao_cientifica/working_papers_serie_cefage_ue/are_capital_structure_decisions_of_family_owned_smes_different_empirical_evidence_from_portugal
- SMITH, Clifford W. WARNER, Jerold B. (1979) On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, 117-161.
- STIGLITZ, J. E. (1974) On the Irrelevance of Corporate Financial Policy. *American Economic Review*, 64 (6), 851-866.
- STOHS, Mark Hoven, MAUER, David C. (1996) The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure. *The Journal of Business*, 69 (3), 279-312.
- TITMAN, Sheridan (1992) Interest Rate Swaps and Corporate Financing Choices. *The Journal of Finance*, 47 (4), 1503-1516.

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

- TITMAN, Sheridan, WESSELS, Roberto (1988) The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43 (1), 1-19.
- VANACKER, Tom, MANIGART, Sophie, MEULEMAN, Miguel, SELS, Luc (2011) Bootstrapping as a Resource Dependence Management Strategy and its Association With Startup Growth. [Online] Disponível em:
http://www.feb.ugent.be/nl/Ondz/WP/Papers/wp_11_740.pdf
- VAN AUKEN, Howard (2004) The Use of Bootstrap Financing Among Small Technology-Based Firms. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 9 (2), 145-159.
- VERMOESEN, Veronique, DELOOF, Marc, LAVEREN, Eddy (2012) Long-Term debt maturity and Financing Constraints of SMEs during the Global Financial Crisis. *Small Business Economics*, [Online] Disponível em:
http://www.fma.org/Istanbul/Papers/Vermoesen_Deloof_Laveren.pdf
- VIEITO, João P., MAQUIEIRA, Carlos P. (2010) *Finanças Empresariais*. Lisboa: Escolar Editora.
- VOS, Ed, YI, Shen (2007) The Happy Story Told by Small Business Capital Structure. [Online] Disponível em:
<http://wms-soros.mngt.waikato.ac.nz/NR/Personal/Ed%20Vos/includes/lectures/07a/Week%2009/Vos%20and%20Yi.pdf>
- VYAS, Niren M., SHELBUM, William L., ROGERS, Dennis C. (1995) An Analysis of Strategic Alliances: Forms, Functions and Framework. *Journal of Business & Industrial Marketing*, 10 (3), 47-60.
- WARNER, Jerold B. (1977) Bankruptcy Costs: Some Evidence. *The Journal of Finance*, 32 (2), 337-347.
- WINBORG, Joakim (2009) Use of Financial Bootstrapping in New Businesses: A Question of Last Resort? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 11 (1), 71-83.
- WINBORG, Joakim, LANDSTRÖM, Hans (2000) Financial Bootstrapping in Small Businesses: Examining Small Business Managers' Resource Acquisition Behaviors. *Journal of Business Venturing*, 16, 235-254.

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

YI, Junesuh (2005) A Study on Debt Maturity Structure. *The Journal of American Academy of Business*, 7 (2), 277-285.

ZINGALES, Luigi (2000) In Search of New Foundations. *The Journal of Finance*, 55 (4), 1623-1653.

ANEXOS

Anexo 1: Questionário Enviado às Empresas

Exmo(a). Senhor(a):

No âmbito do Programa de Mestrado em Gestão de Empresas que desenvolvo actualmente no ISMAI – Instituto Superior da Maia, encontro-me neste momento a preparar a minha dissertação de mestrado, que tem como tema **“Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes. Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa”**, sob a orientação do Professor Doutor Ricardo Vergueiro Fernandes Costa.

Nesse sentido, estou a realizar um estudo empírico, sustentado no questionário que lhe envio, com o objectivo de avaliar as condicionantes na tomada de decisões de financiamento das PME's do sector do mobiliário do Vale do Sousa, assim como o perfil de financiamento das mesmas.

A participação de V. Exa. é fundamental para dar continuidade à investigação sobre esta temática, pelo que lhe peço encarecidamente que responda a todas as questões deste questionário, de forma aberta e sincera, seguindo as instruções.

As suas respostas são confidenciais e o anonimato é garantido.

Por favor, não se esqueça de preencher o seu questionário, até ao dia 30 de Abril.

Caso o questionário suscite dúvidas, pode contactar-me através do e-mail: diananeto19_20@hotmail.com ou pelo telefone 916 699 185.

Se assim o desejar, terei todo o gosto em partilhar com a vossa Empresa os resultados da minha investigação, bastando para isso que entre em contacto comigo.


Agradecendo desde já a sua colaboração, apresento os meus melhores cumprimentos.

Diana Neto

QUESTIONÁRIO: DECISÕES DE FINANCIAMENTO

IDADE DA EMPRESA	
Nº DE EMPREGADOS	
CARGO DO ENTREVISTADO	

1- Por favor assinale com um “X” a sua resposta às questões apresentadas.

1: Discordo totalmente  5: Concordo totalmente

NA NOSSA EMPRESA		1	2	3	4	5
<u>Financiamento de novos investimentos</u>						
1	Preferimos financiar os novos investimentos com recurso ao autofinanciamento (lucros retidos)					
2	Preferimos financiar os novos investimentos com recurso a endividamento (por exemplo, empréstimos bancários)					
3	Preferimos financiar os novos investimentos com recurso a dinheiro dos sócios actuais da empresa					
4	Preferimos financiar os novos investimentos com recurso a dinheiro de novos sócios que entrem para a empresa					
<u>Factores que afectam o recurso ao endividamento como forma de financiamento da empresa</u>						
5	Recorremos ao endividamento porque consideramos que é a única alternativa de financiamento viável que temos à disposição (face à possibilidade de recurso a lucros retidos ou a dinheiro de sócios)					
6	Recorremos ao endividamento porque este traz benefícios fiscais (como os juros abatem aos lucros da empresa, pagamos menos IRC)					
7	Evitamos o endividamento por receio que, no futuro, um excesso de dívida possa levar a empresa a enfrentar dificuldades financeiras					
8	Restringimos os níveis de endividamento para manter a flexibilidade financeira (ou seja, para assegurar que se for absolutamente necessário ainda temos crédito disponível junto da banca)					
9	Restringimos os níveis de endividamento porque nos preocupa a imagem da empresa perante os clientes e fornecedores					
10	Restringimos os níveis de endividamento porque este potencia conflitos com os credores					
11	O recurso ao endividamento depende bastante da relação de proximidade com a banca (ou seja, ter boas relações com funcionários do banco que podem ajudar a encontrar a melhor solução para empréstimos bancários)					
12	O recurso ao endividamento depende bastante dos resultados da empresa e da estabilidade dos lucros de uns anos para os outros. Se os resultados não forem bons e variarem muito, provavelmente recorreremos menos ao endividamento.					

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

NA NOSSA EMPRESA		1	2	3	4	5
<u>Factores que influenciam a opção por empréstimos a curto prazo ou por empréstimos a médio e longo prazo</u>						
13	Optamos por empréstimos de curto prazo ou por empréstimos de médio e longo prazo em função do custo de cada um deles (diferença entre as taxas de juro de cada uma dessas alternativas no momento em que ponderamos o pedido de financiamento)					
14	Optamos por empréstimos de curto prazo ou médio e longo prazo em função do activo que queremos financiar (conforme tenha vida útil mais curta ou mais longa)					
15	Optamos por empréstimos de curto prazo ou por empréstimos de médio e longo prazo em função das nossas expectativas sobre a evolução das taxas de juro no futuro					
16	Optamos por empréstimos de curto prazo ou por empréstimos de médio e longo prazo em função do risco de refinanciamento (ou seja, se acharmos que um empréstimo de curto prazo pode vir a ser difícil renovar, então optamos por tentar obter um empréstimo de médio ou longo prazo)					
17	Optamos por empréstimos de curto prazo ou por empréstimos de médio e longo prazo em função daquilo que o Banco nos impõe como melhor solução					
18	Optamos por empréstimos de curto prazo porque habitualmente se adaptam de forma mais dinâmica às nossas necessidades de financiamento					
19	Optamos por empréstimos de médio e longo prazo porque representam uma alternativa de financiamento mais estável					

2- Por favor assinale **uma percentagem** em cada uma das opções a seguir (a soma total tem de ser igual a 100%):

Estrutura de Financiamento da Empresa

Rubrica do Balanço	Peso Percentual (%)
Capitais Próprios (a)	
Passivo Não Corrente (b)	
Passivo Corrente (c)	
Total (a+b+c)	100

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Maturidade da Dívida

Rubrica do Passivo	Peso Percentual (%)
Dívida financeira a médio e longo prazo (o pagamento será efectuado a mais de um ano) (a)	
Dívida financeira a curto prazo (o pagamento será efectuado a menos de um ano) (b)	
Total (a+b)	100

3- Por favor assinale com um "X" a sua resposta às questões apresentadas.

1: Nunca  5: Sempre

NA NOSSA EMPRESA		1	2	3	4	5
<u>Quais os instrumentos financeiros mais utilizados?</u>						
1	Empréstimos					
2	Leasing					
3	Renting					
4	Factoring					
5	Garantia Mútua					
6	Descobertos Contratados					
7	Contas Correntes Caucionadas					
8	Desconto Comercial					
9	Outros Quais? _____					

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

NA NOSSA EMPRESA		1	2	3	4	5
<u>Apresentamos seguidamente algumas práticas comuns nas empresas para diminuir as necessidades de recurso a empréstimos bancários. Quais utiliza, e com que frequência?</u>						
1	Compra de equipamento usado em vez de novo					
2	Uso de equipamento emprestado por outras empresas					
3	Contratação temporária em vez de trabalhadores com contrato sem termo					
4	Utilização de estagiários sem nenhum custo ou a baixo custo					
5	Processo de compra de matérias primas e mercadorias coordenado com outras empresas					
6	Uso de terceirização para os projectos que excedem os recursos da empresa (compra de produtos a outras empresas para satisfazer as necessidades dos nossos clientes)					
7	Oferecer descontos de pronto pagamento					
8	Procurar antecipar pagamentos de clientes					
9	Comprar à consignação					
10	Tentar negociar as melhores condições possíveis com fornecedores					
11	Atrasar pagamentos a fornecedores					
12	Reter o salário do gestor se necessário					
13	Reter o salário dos trabalhadores se necessário					
14	Empréstimos de familiares e amigos					
15	O uso de cartão de crédito privado do gestor					
16	Realizar projectos ou tarefas em conjunto com outras empresas, para diluir os custos					
17	Atrasar o pagamento do IVA					
18	Tenta obter subsídios e apoios da Segurança Social ou IEFP na contratação de pessoal					
19	Apoios estatais/comunitários (inovação, internacionalização, etc.)					
20	Uso de concursos de ideias como forma de obter financiamento e publicidade					

Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Anexo 2: Resultados Estatísticos dos Questionários

Estrutura de Financiamento da Empresa

	Média	Mediana	Moda	Desvio-Padrão
Capitais Próprios	53,6790	50,0000	60,00	25,24015
Passivo Corrente	29,5562	25,0000	0,00	23,58966
Passivo Não Corrente	16,3556	12,0000	0,00	17,31813

Teoria Trade-Off

	Média	Mediana	Moda	Desvio-Padrão
O recurso ao endividamento depende bastante dos resultados da empresa e da estabilidade dos lucros de uns anos para os outros. Se os resultados não forem bons e variarem muito, provavelmente recorreremos menos ao endividamento.	3,70	4	5	1,128
Restringimos os níveis de endividamento para manter a flexibilidade financeira (ou seja, para assegurar que se for absolutamente necessário ainda temos crédito disponível junto da banca)	3,51	4	3	1,135
Evitamos o endividamento por receio que, no futuro, um excesso de dívida possa levar a empresa a enfrentar dificuldades financeiras	3,45	3,5	5	1,357
Restringimos os níveis de endividamento porque nos preocupa a imagem da empresa perante os clientes e fornecedores	3,05	3	4	1,307
Restringimos os níveis de endividamento porque este potencia conflitos com os credores	2,70	3	3	1,240
Recorremos ao endividamento porque este traz benefícios fiscais (como os juros abatem aos lucros da empresa, pagamos menos IRC)	2,42	2	1	1,346

Teoria Pecking Order

	Média	Mediana	Moda	Desvio-Padrão
Preferimos financiar os novos investimentos com recurso ao autofinanciamento (lucros retidos)	3,40	4,00	5	1,354
Recorremos ao endividamento porque consideramos que é a única alternativa de financiamento viável que temos à disposição (face à possibilidade de recurso a lucros retidos ou a dinheiro de sócios)	3,14	3,00	4	1,390
Preferimos financiar os novos investimentos com recurso a endividamento (por exemplo, empréstimos bancários)	2,85	3,00	3	1,331
Preferimos financiar os novos investimentos com recurso a dinheiro dos sócios actuais da empresa	2,67	3,00	1	1,365
Preferimos financiar os novos investimentos com recurso a dinheiro de novos sócios que entrem para a empresa	1,55	1,00	1	0,911

Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Maturidade da Dívida

	Média	Mediana	Moda	Desvio-Padrão
Dívida financeira a curto prazo (o pagamento será efectuado a menos de um ano)	52,4646	59,5000	100,00	39,09973
Dívida Financeira a médio e longo prazo (o pagamento será efectuado a mais de um ano)	47,5473	40,5000	0,00	39,08863

Condicionantes à Tomada de Decisão sobre Estrutura de Maturidade da Dívida

	Média	Mediana	Moda	Desvio-Padrão
Optamos por empréstimos de curto prazo ou por empréstimos de médio e longo prazo em função do custo de cada um deles (diferença entre as taxas de juro de cada uma dessas alternativas no momento em que ponderamos o pedido de financiamento)	3,65	4,00	3	1,070
Optamos por empréstimos de curto prazo ou médio e longo prazo em função do activo que queremos financiar (conforme tenha vida útil mais curta ou mais longa)	3,23	3,00	4	1,245
Optamos por empréstimos de curto prazo porque habitualmente se adaptam de forma mais dinâmica às nossas necessidades de financiamento	2,96	3,00	3	1,246
Optamos por empréstimos de curto prazo ou por empréstimos de médio e longo prazo em função daquilo que o Banco nos impõe como melhor solução	2,75	3,00	3	1,279
Optamos por empréstimos de curto prazo ou por empréstimos de médio e longo prazo em função das nossas expectativas sobre a evolução das taxas de juro no futuro	2,71	3,00	3	1,228
Optamos por empréstimos de médio e longo prazo porque representam uma alternativa de financiamento mais estável	2,52	3,00	3	1,207
Optamos por empréstimos de curto prazo ou por empréstimos de médio e longo prazo em função do risco de refinanciamento (ou seja, se acharmos que um empréstimo de curto prazo pode vir a ser difícil renovar, então optamos por tentar obter um empréstimo de médio e longo prazo)	2,42	3,00	3	1,055

Relação de Proximidade com a Banca

	Média	Mediana	Moda	Desvio-Padrão
O recurso ao endividamento depende bastante da relação de proximidade com a banca (ou seja, ter boas relações com funcionários do banco que podem ajudar a encontrar a melhor solução para empréstimos bancários)	2,63	3,00	3	1,249

Decisões de Financiamento de PME e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Financiamento Bancário

	Média	Mediana	Moda	Desvio-Padrão
Leasing	3,61	4,00	5	1,336
Empréstimos	3,44	4,00	5	1,320
Contas Correntes Caucionadas	3,13	3,50	1 ^a	1,634
Desconto Comercial	2,61	2,00	1	1,643
Garantia Mútua	1,76	1,00	1	1,238
Descobertos Contratados	1,74	1,00	1	1,214
Factoring	1,43	1,00	1	0,896
Renting	1,40	1,00	1	0,907
Outros	1,15	1,00	1	0,649

1^a Multiple modes exist. The smallest value is shown

Fontes Alternativas de Financiamento

	Média	Mediana	Moda	Desvio-Padrão
Tentar negociar as melhores condições possíveis com fornecedores	4,67	5,00	5	0,588
Oferecer descontos de pronto pagamento	3,50	4,00	4	1,256
Tentar obter subsídios e apoios da Segurança Social ou IEFP na contratação de pessoal	3,40	4,00	5	1,432
Procurar antecipar pagamentos de clientes	3,44	3,50	5	1,383
Apoios estatais/comunitários (inovação, internacionalização, etc)	3,07	3,00	4	1,446
Compra de equipamento usado em vez de novo	2,85	3,00	1	1,517
Utilização de estagiários sem nenhum custo ou a baixo custo	2,70	2,50	1	1,463
Uso de terceirização para os projectos que excedem os recursos da empresa (compra de produtos a outras empresas para satisfazer as necessidades dos nossos clientes)	2,37	2,00	1	1,387
Atrasar pagamentos a fornecedores	2,61	2,00	2	1,326
Reter o salário do gestor se necessário	2,12	2,00	1	1,357
Contratação temporária em vez de trabalhadores com contrato sem termo	2,31	2,00	1	1,308
Uso de concursos de ideias como forma de obter financiamento e publicidade	2,20	2,00	1	1,200
Realizar projectos ou tarefas em conjunto com outras empresas, para diluir os custos	1,99	1,50	1	1,207
Comprar à consignação	1,85	1,00	1	1,217
Processo de compra de matérias primas e mercadorias coordenado com outras empresas	1,71	1,00	1	1,059
Uso de equipamento emprestado por outras empresas	1,68	1,00	1	1,077
Reter o salário dos trabalhadores se necessário	1,29	1,00	1	0,737
O uso de cartão de crédito privado do gestor	1,38	1,00	1	0,759
Empréstimos de familiares e amigos	1,46	1,00	1	0,768
Atrasar o pagamento do IVA	1,17	1,00	1	0,511

Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.
Uma análise ao sector do mobiliário do Vale do Sousa.

Anexo 3: Frequência Relativa das Respostas ao Questionário

	Pergunta	1	2	3	4	5
Teoria Pecking Order	Preferimos financiar os novos investimentos com recurso ao autofinanciamento (lucros retidos)	11,9%	15,5%	20,2%	25,0%	27,4%
	Preferimos financiar os novos investimentos com recurso a endividamento (por exemplo, empréstimos bancários)	23,8%	11,9%	33,3%	17,9%	13,1%
	Preferimos financiar os novos investimentos com recurso a dinheiro dos sócios actuais da empresa	27,4%	19,0%	26,2%	14,3%	13,1%
	Preferimos financiar os novos investimentos com recurso a dinheiro de novos sócios que entrem para a empresa	67,9%	14,3%	14,3%	2,4%	1,2%
	Recorremos ao endividamento porque consideramos que é a única alternativa de financiamento viável que temos à disposição (face à possibilidade de recurso a lucros retidos ou a dinheiro de sócios)	21,4%	7,1%	25,0%	28,6%	17,9%
Teoria Trade-Off	Recorremos ao endividamento porque este traz benefícios fiscais (como os juros abatem aos lucros da empresa, pagamos menos IRC)	34,5%	22,6%	19,0%	14,3%	9,5%
	Evitamos o endividamento por receio que, no futuro, um excesso de dívida possa levar a empresa a enfrentar dificuldades financeiras	11,9%	11,9%	26,2%	19,0%	31,0%
	Restringimos os níveis de endividamento para manter a flexibilidade financeira (ou seja, para assegurar que se for absolutamente necessário ainda temos crédito disponível junto da banca)	7,1%	8,3%	32,1%	31,0%	21,4%
	Restringimos os níveis de endividamento porque nos preocupa a imagem da empresa perante os clientes e fornecedores	20,2%	9,5%	27,4%	31,0%	11,9%
	Restringimos os níveis de endividamento porque este potencia conflitos com os credores	23,8%	14,3%	39,3%	13,1%	9,5%
Relationship Lending	O recurso ao endividamento depende bastante da relação de proximidade com a banca (ou seja, ter boas relações com funcionários do banco que podem ajudar a encontrar a melhor solução para empréstimos bancários)	26,2%	16,7%	32,1%	17,9%	7,1%
Teoria Trade-Off	O recurso ao endividamento depende bastante dos resultados da empresa e da estabilidade dos lucros de uns anos para os outros. Se os resultados não forem bons e variarem muito, provavelmente recorreremos menos ao endividamento.	2,4%	14,3%	25,0%	27,4%	31,0%
Estrutura de Maturidade da Dívida	Optamos por empréstimos de curto prazo ou por empréstimos de médio e longo prazo em função do custo de cada um deles (diferença entre as taxas de juro de cada uma dessas alternativas no momento em que ponderamos o pedido de financiamento)	3,6%	8,3%	33,3%	28,6%	26,2%
	Optamos por empréstimos de curto prazo ou médio e longo prazo em função do activo que queremos financiar (conforme tenha vida útil mais curta ou mais longa)	13,1%	13,1%	27,4%	31,0%	15,5%
	Optamos por empréstimos de curto prazo ou por empréstimos de médio e longo prazo em função das nossas expectativas sobre a evolução das taxas de juro no futuro	21,4%	21,4%	28,6%	21,4%	7,1%
	Optamos por empréstimos de curto prazo ou por empréstimos de médio e longo prazo em função do risco de refinanciamento (ou seja, se achamos que um empréstimo de curto prazo pode vir a ser difícil renovar, então optamos por tentar obter um empréstimo de médio ou longo prazo)	26,2%	22,6%	34,5%	16,7%	0%
	Optamos por empréstimos de curto prazo ou por empréstimos de médio e longo prazo em função daquilo que o Banco nos impõe como melhor solução	23,8%	15,5%	32,1%	19,0%	9,5%
	Optamos por empréstimos de curto prazo porque habitualmente se adaptam de forma mais dinâmica às nossas necessidades de financiamento	15,5%	19,0%	32,1%	20,2%	13,1%
	Optamos por empréstimos de médio e longo prazo porque representam uma alternativa de financiamento mais estável	28,6%	16,7%	33,3%	16,7%	4,8%

	Pergunta	1	2	3	4	5
Financiamento Bancário	Empréstimos	11,9%	10,7%	26,2%	23,8%	27,4%
	Leasing	11,9%	6,0%	26,2%	21,4%	34,5%
	Renting	78,6%	9,5%	7,1%	2,4%	2,4%
	Factoring	76,2%	11,9%	6,0%	4,8%	1,2%
	Garantia Mútua	64,3%	15,5%	6,0%	8,3%	6,0%
	Descobertos Contratados	64,3%	15,5%	9,5%	3,6%	7,1%
	Contas Correntes Caucionadas	29,8%	7,1%	13,1%	20,2%	29,8%
	Desconto Comercial	44,0%	7,1%	14,3%	13,1%	21,4%
	Outros	94,0%	1,2%	0%	4,8%	0%
	Fontes Alternativas de Financiamento	Compra de equipamento usado em vez de novo	29,8%	11,9%	23,8%	13,1%
Uso de equipamento emprestado por outras empresas		61,9%	20,2%	10,7%	2,4%	4,8%
Contratação temporária em vez de trabalhadores com contrato sem termo		38,1%	19,0%	26,2%	7,1%	9,5%
Utilização de estagiários sem nenhum custo ou a baixo custo		28,6%	21,4%	19,0%	13,1%	17,9%
Processo de compra de matérias primas e mercadorias coordenado com outras empresas		60,7%	17,9%	13,1%	6,0%	2,4%
Uso de terceirização para os projectos que excedem os recursos da empresa (compra de produtos a outras empresas para satisfazer as necessidades dos nossos clientes)		41,7%	13,1%	20,2%	16,7%	8,3%
Oferecer descontos de pronto pagamento		10,7%	8,3%	26,2%	29,8%	25,0%
Procurar antecipar pagamentos de clientes		9,5%	20,2%	20,2%	16,7%	33,3%
Comprar à consignação		58,3%	16,7%	13,1%	6,0%	6,0%
Tentar negociar as melhores condições possíveis com fornecedores		0%	1,2%	2,4%	25,0%	71,4%
Atrasar pagamentos a fornecedores		25,0%	26,2%	25,0%	10,7%	13,1%
Reter o salário do gestor se necessário		47,6%	20,2%	15,5%	6,0%	10,7%
Reter o salário dos trabalhadores se necessário		81,0%	14,3%	2,4%	0%	2,4%
Empréstimos de familiares e amigos		67,9%	20,2%	9,5%	2,4%	0%
O uso de cartão de crédito privado do gestor		73,8%	17,9%	6,0%	1,2%	1,2%
Realizar projectos ou tarefas em conjunto com outras empresas, para diluir os custos		50,0%	19,0%	17,9%	8,3%	4,8%
Atrasar o pagamento do IVA		88,1%	8,3%	2,4%	1,2%	0%
Tenta obter subsídios e apoios da Segurança Social ou IEF na contratação de pessoal		17,9%	6,0%	23,8%	22,6%	29,8%
Apoios estatais/comunitários (inovação, internacionalização, etc.)	23,8%	9,5%	21,4%	26,2%	19,0%	
Uso de concursos de ideias como forma de obter financiamento e publicidade	39,3%	20,2%	26,2%	9,5%	4,8%	