

**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE  
CAPITAL DAS PME EXCELÊNCIA**

Ricardo Miguel Adrião Carvalho

**Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de  
Mestre em Finanças**

Orientador:

Dr. Rui Pedro Soares Ferreira, Professor Auxiliar, ISCTE Business School,  
Departamento de Finanças

Outubro de 2016

# **DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS PME EXCELÊNCIA**

Ricardo Miguel Adrião Carvalho<sup>1</sup>

**Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de  
Mestre em Finanças**

Orientador:

Dr. Rui Pedro Soares Ferreira, Professor Auxiliar, ISCTE Business School,  
Departamento de Finanças

---

<sup>1</sup> Nota biográfica: O autor da presente dissertação exerce, à data, a sua atividade profissional no Banco de Portugal, no Núcleo de Desenvolvimento Processual da Contratação Pública do Departamento de Serviços de Apoio. No âmbito dos deveres de conduta a que está obrigado, o autor declara que as opiniões expressas no presente trabalho são da sua responsabilidade, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da sua exclusiva responsabilidade.

## **Resumo**

Uma das questões que se coloca com maior frequência aos empresários consiste em determinar qual a combinação entre capital próprio e capital alheio que maximiza o valor da empresa. Desde os trabalhos de Durand (1952), que a estrutura de capital das empresas tem sido um dos temas mais estudados em finanças empresariais. No entanto não existe uma posição universalmente aceite sobre a estrutura de capital ótima. As pequenas e médias empresas (PME) têm um importante papel na economia portuguesa, pelo que as políticas públicas têm procurado melhorar o seu acesso às fontes de capital. A presente dissertação tem como objetivo analisar as determinantes da estrutura de capital das PME Excelência. Tendo como base uma amostra de dados em painel com 10394 observações relativas a 1449 empresas, os resultados obtidos parecem evidenciar que as possíveis determinantes da estrutura de capital seguem as relações identificadas na literatura. No entanto, as variáveis associadas aos requisitos de atribuição do estatuto PME Excelência não reuniram significância estatística. Os resultados obtidos parecem ainda comprovar que o estatuto PME Excelência poderá contribuir para resolver as questões associadas à assimetria de informação. As empresas com este estatuto apresentam uma robustez financeira acima da média observada para empresas da mesma dimensão.

**Classificação JEL:** C23, G32

**Palavras-chave:** Estrutura de Capital, PME Excelência, Financiamento, Dados em Painel

## **Abstract**

One of the questions that is placed more often to entrepreneurs is to find which combination of equity and debt maximizes the company value. Since the Durand (1952), that the capital structure has been one of the most studied topics in corporate finance. However there is still no universal acceptance about the optimal capital structure. Small and medium-sized enterprises (SME) have an important role in the Portuguese economy, so that public policies have sought to improve their access to capital sources. This dissertation aims to analyze the determinants of capital structure of PME Excelência companies. Based on a panel data sample with 10394 observations on 1449 companies, the results seem to evidence that the possible determinants of capital structure follows the relationships identified in the literature. However, the variables associated to the status of the attribution requirements of PME Excelência did not gather statistical significance. The results seem to comprove that the PME Excelência status can help to solve issues associated to information asymmetry. Companies with this status have a financial strength above the average observed for companies of the same size.

**JEL Classification:** C23, G32

**Keywords:** Capital Structure, PME Excelência, Debt, Panel Data

## **Agradecimentos**

A realização da presente dissertação de mestrado só foi possível com o contributo e apoio de algumas pessoas, pelo que gostaria agora, após o dever cumprido, de expressar a minha gratidão e reconhecimento a todas elas, em particular:

- À minha família em geral, e em particular aos meus pais, pela educação e valores recebidos, e ao meu irmão, que sempre me apoiaram e me ajudaram a alcançar os meus objetivos. Agradeço também, e de forma muito especial, à minha esposa, por toda a paciência, apoio e ânimo que me transmitiu;
- Ao meu orientador, Dr. Rui Pedro Soares Ferreira, pelas sugestões, paciência e tempo dispensado;
- A todos os meus amigos e colegas, os quais têm sido fundamentais no meu crescimento pessoal e intelectual, em especial ao Dr. Ricardo Martinho pelas orientações e sugestões que me permitiram finalizar este trabalho.

## ÍNDICE

Resumo.....	ii
Abstract .....	iii
Agradecimentos.....	iv
Siglas e abreviaturas.....	vii
Introdução.....	1
1. Revisão de literatura.....	2
1.1. A problemática da estrutura de capital .....	2
1.2. Principais modelos teóricos sobre a estrutura de capital .....	3
1.2.1. Teoria tradicionalista.....	3
1.2.2. Teoria de Modigliani e Miller .....	4
1.2.3. Teoria do trade-off.....	8
1.2.4. Teoria da agência.....	10
1.2.5. Teoria da pecking order.....	13
1.2.6. Teoria do ciclo de vida .....	16
1.3. O financiamento das PME.....	18
1.3.1. As fontes de financiamento das PME.....	18
1.3.2. A influência das políticas públicas na estrutura de capital .....	25
2. Estudo empírico.....	32
2.1. Proposições do estudo empírico .....	32
2.2. Caracterização do objeto do estudo.....	34
2.2.1. Critérios de atribuição do estatuto PME excelência.....	34
2.2.2. Breve caracterização das PME Excelência 2015.....	38
2.2.3. Base de dados de suporte ao estudo .....	39
2.3. Definição das variáveis .....	41
2.3.1. Variáveis dependentes.....	41
2.3.2. Variáveis independentes.....	43
2.4. Abordagem econométrica.....	51
3. Resultados .....	52
3.1. Análise estatística descritiva .....	52
3.2. Modelos de regressão .....	57
4. Conclusão e linhas de investigação futura.....	62
Anexos.....	68
Bibliografia.....	82

## INDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Estrutura de capital e financiamento das PME Excelência .....	53
Tabela 2 -Peso Relativo das Rubricas de Capital Próprio .....	53
Tabela 3 - Estatísticas descritivas das empresas PME Excelência .....	54
Tabela 4 - Valores médios anuais relativos às empresas PME Excelência .....	56
Tabela 5 - Matriz de Correlação de Pearson para as variáveis independentes .....	57
Tabela 6 - Resultados dos modelos de regressão .....	58
Tabela 7 - Resultados dos modelos de regressão com amostra quebrada - Autonomia Financeira .....	61
Tabela 8 - Resultados dos modelos de regressão com amostra quebrada - Endividamento Remunerado .....	62
Tabela 9 - Lista de empresas PME Excelência 2015 .....	68
Tabela 10 - Fórmula de cálculo das variáveis consideradas no estudo empírico .....	73

## INDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Teste Hausman Regressão Autonomia Financeira .....	74
Figura 2- Teste Hausman Regressão Endividamento Remunerado .....	75
Figura 3 – Resultados STATA: Regressão Autonomia Financeira .....	76
Figura 4 - Resultados STATA: Regressão Endividamento remunerado .....	77
Figura 5 - Resultados STATA: Regressão Autonomia Financeira (Ano <= 2010).....	78
Figura 6 - Resultados STATA: Regressão Autonomia Financeira (Ano > 2010) .....	79
Figura 7- Resultados STATA: Regressão Endividamento Remunerado (Ano <= 2010).....	80
Figura 8 - Resultados STATA: Regressão Endividamento Remunerado (Ano > 2010).....	81

## **Siglas e abreviaturas**

AUT\_FIN – Rácio de Autonomia Financeira

DIM\_ATIVO – Dimensão do Ativo

DIM\_VN – Dimensão do Volume de Negócios

DIV\_EBITDA – Rácio Dívida Financeira/EBITDA

EBIT – Resultado esperado antes de juros e impostos

EBITDA\_VN – Rácio EBITDA / Volume de Negócios

EMCE – Estrutura de Missão para a Capitalização de Empresas

END\_REMUN – Rácio de Endividamento Remunerado

FCGM – Fundo de Contragarantia Mútuo

FEEI – Fundos Europeus Estruturais e de Investimento

IAPMEI – Agência para a Competitividade e Inovação, I.P

IES – Informação Empresarial Simplificada

PME – Pequenas e médias empresas

RISCO\_NEG – Risco de Negócio

ROA – Rendibilidade Líquida do Ativo

ROE – Rendibilidade dos Capitais Próprios

SGM – Sociedades de Garantia Mútua

VAB – Valor acrescentado bruto

WACC – (*Weighted Average Cost of Capital*) Custo Médio Ponderado de Capital



## **Introdução**

Uma das questões que se coloca com maior regularidade aos empresários consiste em determinar a estrutura de capital que maximize o valor da empresa.

Os empresários necessitam de tomar decisões de investimento (onde investir os recursos), de financiamento (como financiar a atividade e os investimentos) e de distribuição de dividendos (o que reter na empresa ou distribuir), enfrentando realidades complexas, envolvendo uma variedade de fatores que dificultam a otimização e a maximização dos resultados.

Para suprir as suas necessidades financeiras, as empresas poderão recorrer a capitais próprios e/ou a capitais alheios. A combinação entre estes dois tipos de capitais remete-nos para a questão de saber se existe ou não uma estrutura ótima de capital.

Desde os trabalhos de Durand (1952), a estrutura de capital das empresas tem sido um dos temas mais estudados em finanças empresariais, não existindo até à data, em virtude da heterogeneidade das conclusões e dos resultados alcançados, uma posição universalmente aceite sobre esta temática.

Atendendo à sua importância em termos do tecido económico, as dificuldades de financiamento das PME tem sido uma matéria bastante discutida pela opinião pública e alvo de bastante atenção por parte dos responsáveis políticos.

Um dos mecanismos implementados pelos organismos públicos para apoiar e facilitar o acesso ao crédito por parte das PME foi a criação do estatuto PME Excelência.

O estatuto PME Excelência insere-se no programa de segmentação de empresas, que visa conferir notoriedade e otimizar as condições de financiamento deste grupo de empresas. A atribuição deste estatuto tem como base o cumprimento de critérios qualitativo e quantitativos, estes últimos aferidos através do cumprimento de determinados rácios financeiros, nomeadamente de autonomia financeira, rendibilidade.

Dentro desta realidade, terá interesse verificar se os determinantes referidos na literatura e os rácios que fundamentam a atribuição do estatuto PME Excelência influenciam, ou não, a determinação da estrutura de capital deste grupo de empresas.

Adicionalmente, a restrição na concessão de crédito por parte das instituições financeiras de poderá colocar em causa a estrutura de capital padrão das PME, pelo que será pertinente apurar se este facto se consumou com a recente crise financeira, analisando a evolução temporal das variáveis estudadas.

O presente estudo está organizado em quatro secções. Inicialmente efetua-se uma revisão da literatura acerca das principais correntes teóricas da estrutura de capital, das principais fontes de financiamento das PME e das políticas públicas com impacto na estrutura de capital das empresas. Na secção 2 apresentam-se as proposições do estudo empírico realizado, o qual foi baseado na análise de dados em painel dos dados contabilísticos das PME Excelência. Na secção 3 apresentam-se os resultados da abordagem econométrica adotada, com o objetivo de se caracterizar a estrutura de capital das PME Excelência e de se aferir se as públicas estão alinhadas com as principais correntes teóricas sobre as principais determinantes da estrutura de capital. Por último, apresentam-se as principais conclusões a reter do estudo empírico realizado, bem como as suas limitações e sugestões de linhas de investigação futura.

## **1. Revisão de literatura**

### **1.1. A problemática da estrutura de capital**

Por estrutura de capital entende-se a forma como as empresas utilizam capitais próprios e capitais alheios para financiar os seus ativos. Em termos gerais, os capitais próprios são os recursos fornecidos pelos sócios ou acionistas, enquanto os capitais alheios envolvem os recursos obtidos através do endividamento (obrigações, capital de risco, empréstimos bancários, etc.).

A sua definição é de extrema importância na tomada de decisões por parte dos gestores, dado que afeta diretamente o custo de capital, as decisões de investimento de capital e o valor das empresas.

A temática da estrutura de capital das empresas tem originado muita investigação com o objetivo de se definir a estrutura ótima de capital de uma empresa, ou seja, aquela que maximize o seu valor, possuindo uma vertente teórica desde que David Durand (1952) defendeu a existência de uma estrutura de capital ótima.

Nas secções seguintes são revistas as principais correntes teóricas sobre a estrutura de capital.

## **1.2. Principais modelos teóricos sobre a estrutura de capital**

### **1.2.1. Teoria tradicionalista**

A abordagem teórica da temática da estrutura de capital surge com David Durand (1952), tendo sido denominada de teoria tradicionalista.

Durand (1952) defende a existência de uma estrutura de capital ótima, resultando esta da combinação de capitais próprios e de capitais alheios que minimize o custo médio ponderado de capital (WACC) da empresa.

Este autor apresenta duas abordagens teóricas para medir o impacto da estrutura de capital no valor da empresa:

- a) Abordagem pelo lucro operacional líquido (Net Income Operating Method);
- b) Abordagem pelo lucro líquido (Net Income Method).

A abordagem pelo lucro operacional líquido assenta na ideia de que o risco inerente aos ativos de uma empresa não se altera com a sua forma de capitalização, logo o valor conjunto do capital próprio e do capital alheio não se modifica mediante o peso de cada um no financiamento dos ativos, tornando a estrutura de capital da empresa irrelevante. À medida que as empresas se vão endividando, o risco para os detentores do capital próprio e para os detentores do capital alheio aumenta, passando os agentes económicos a exigir compensações mais elevadas para os seus investimentos. Como o custo do capital alheio é menor, o aumento do peso do endividamento vai ser compensado pelo aumento dos custos de financiamento, resultando num WACC constante, sendo o valor da empresa determinado pelo seu ativo.

Na segunda abordagem (lucro líquido) o autor defende que a estrutura de capital influencia o valor da empresa. O custo do capital alheio mantém-se estável até um determinado nível de endividamento, a partir do qual se eleva em virtude do aumento do risco. Argumenta Durand (1952) que as empresas só deveriam endividar-se até ao ponto em que o WACC atingisse o seu valor mínimo para que fosse alcançado um equilíbrio entre o risco e o retorno da empresa obtido pela combinação de capitais alheios e capitais próprios. Para o autor, partindo do pressuposto

que o custo de capital em termos de exigência da remuneração pelos seus detentores é indiferente, as empresas sem endividamento utilizam os capitais próprios para se financiarem, observando-se uma diminuição do WACC à medida que estes vão sendo substituídos por capitais alheios, em virtude de os custos de financiamento por esta via serem dedutíveis fiscalmente, ao contrário dos custos por financiamento através dos capitais próprios.

Assim, enquanto que na abordagem pelo lucro operacional líquido o valor da empresa é independente da sua estrutura de capital, na abordagem pelo lucro líquido, Durand (1952) defende a existência de uma relação positiva entre o grau de endividamento e o valor da empresa, argumentando que a empresa deverá procurar uma estrutura ótima de capital que minimize o custo total de financiamento e conseqüentemente maximize o seu valor da empresa, ou seja, a estrutura de capital ótima será aquela que minimize o WACC.

Brealey e Myers (1998) apresentam dois argumentos favoráveis à teoria tradicionalista. O primeiro está relacionado com a possibilidade de os investidores classificarem de forma diferente o risco financeiro gerado pelo endividamento. Neste contexto, os investidores das empresas com um endividamento considerado “moderado” poderão aceitar uma taxa de rentabilidade mais baixa do que aquela que deveria ser exigida a uma empresa com o nível de endividamento mais elevado. O segundo argumento está relacionado com o facto de os tradicionalistas admitirem a existência de um mercado de capitais imperfeito. Nestas condições, as ações das empresas em processo de alavancagem financeira serão negociadas a um preço com prémio.

### **1.2.2. Teoria de Modigliani e Miller**

A teoria da irrelevância da estrutura do capital de Modigliani e Miller veio proporcionar, após alguns ajustamentos, uma forma de pensamento oposta à teoria tradicional, que era, até então, a única corrente de pensamento existente sobre a estrutura de capital das empresas.

O artigo publicado em 1958 por estes autores foi considerado pioneiro para a literatura económica, dando origem ao pensamento moderno sobre a estrutura de capital nas empresas.

Modigliani e Miller descrevem quais são os critérios das duas possíveis decisões racionais das empresas, a maximização do lucro e a maximização do valor de mercado, concluindo que ambos se equivalem. Em ambas as formulações, o custo de capital é igual à taxa de juro das

obrigações, independentemente dos fundos terem sido adquiridos através da emissão de ações ou recurso a crédito. Defendem os autores que “*num mundo de retornos certos, a diferença entre dívida e capital fica reduzida a uma questão de terminologia*” (Modigliani & Miller, 1958, p. 262).

Os autores recorreram ao conceito de equilíbrio de mercado de arbitragem, segundo o qual o valor de mercado de uma empresa é independente da sua estrutura de capital, atendendo a que, agindo racionalmente, as empresas tenderão a investir até ao ponto em que a taxa marginal dos ativos fixos é igual à taxa de juro do mercado, concluindo que o custo de capital para os proprietários da empresa é simplesmente a taxa de juro das obrigações.

Modigliani e Miller (1958), contrariando as teorias vigentes até à data, defenderam que, no pressuposto de que os mercados financeiros são perfeitos, a forma de financiamento da empresa é irrelevante para o cálculo do seu valor, ou seja, todas as combinações possíveis entre capital alheio e capital próprio resultariam no mesmo WACC.

O modelo desenvolvido pelos autores procura simplificar a realidade, baseando-se nos seguintes pressupostos:

- a) Mercados de capitais perfeitos;
- b) As empresas e os indivíduos acedem ao mercado do crédito com a mesma facilidade e à mesma taxa;
- c) Inexistência de impostos e de custos de insolvência financeira;
- d) As expectativas dos investidores são homogéneas relativamente ao EBIT de uma determinada empresa;
- e) Os ativos das empresas são perfeitamente divisíveis e são financiados por duas categorias de títulos: ações e obrigações, também perfeitamente divisíveis;
- f) Todas as empresas podem ser agrupadas em classes de “rendimento equivalente”, sendo o rendimento esperado dos títulos de uma empresa pertencente a determinada classe, proporcional ao dos títulos de uma outra empresa pertencente à mesma classe.

Baseados nos pressupostos anteriores, Modigliani e Miller (1958) derivaram duas proposições básicas:

Proposição I: “*O valor de uma empresa é independente da sua estrutura de capital e é dado pela capitalização da sua rendibilidade esperada à taxa adequada para a sua classe*” (Modigliani & Miller, 1958, p. 268).

Para os autores, o valor de uma empresa alavancada (com endividamento) é o mesmo de uma não alavancada. O seu valor varia em função do seu EBIT e do seu custo do capital próprio (indiretamente, do risco de negócio da empresa) e não em função da sua estrutura de capital.

O WACC de uma empresa é assim igual à taxa de rentabilidade esperada para os seus ativos, de acordo com a sua classe de risco, sendo totalmente independente da sua estrutura de capital.

Esta proposição é fundamentada pelo mecanismo de ajustamento de arbitragem, segundo o qual se a rentabilidade esperada do ativo de duas empresas divergir relativamente ao valor de equilíbrio, os investidores irão vender as ações da empresa sobreavaliada e comprar as ações da empresa subavaliada, repetindo-se este processo até as empresas terem valores de rentabilidade esperada idênticos dentro da mesma classe, ou seja, até o valor da empresa igualar o valor de equilíbrio.

Os autores demonstraram assim que o valor de uma empresa depende exclusivamente dos rendimentos gerados pelos seus ativos.

Proposição II: Baseando-se na Proposição I, Modigliani e Miller (1958) concluíram que o custo do capital próprio é uma função linear do nível de endividamento da empresa.

A Proposição II enuncia que, para aferir o custo de capital de uma empresa alavancada, é necessário adicionar, ao custo de capital de uma empresa não endividada, um prémio de risco financeiro.

Os autores defendem que o custo do capital próprio de uma empresa cresce à medida que o seu nível de endividamento aumenta, uma vez que um maior nível de endividamento resulta na exigência de uma ROE maior, devido ao maior risco envolvido para os detentores de capital próprio.

Segundo os autores, a alavancagem tende a compensar os ganhos com a utilização de capitais alheios de forma linear, mantendo constante o WACC da empresa, ficando demonstrado que o valor da empresa permanece constante independentemente do seu nível de endividamento.

Modigliani e Miller (1958) introduziram ainda uma terceira proposição, a qual não tem merecido tantas referências como as duas primeiras.

Proposição III: A origem do capital é irrelevante nas decisões de investimento.

Os autores afirmam que um investimento não é afetado pelo tipo de capital usado para financiar essa oportunidade, o que não significa que os investidores sejam indiferentes a um ou outro tipo de financiamento.

Nesta perspectiva, os autores consideram que o custo de capital é igual à taxa de juro das obrigações, independentemente da origem do capital, e que os investimentos serão realizados até que o custo marginal de capital seja igual ao WACC, concluindo que a estrutura de capital é irrelevante na maximização do valor da empresa. O valor da empresa representa-se em função da capitalização da rentabilidade esperada, a uma taxa específica para cada classe, sendo esta independente da sua estrutura de capital.

Modigliani e Miller (1958) fizeram ainda uma primeira incursão sobre o efeito dos impostos na estrutura de capital da empresa, concluindo que, na presença de impostos sobre as empresas, a indiferença da estrutura de capital seria mantida.

As proposições enunciadas pelos autores foram, no entanto, consideradas demasiado simples, excessivamente rígidas e distantes da realidade, e sujeitas a severas críticas, as quais podem ser resumidas em dois grupos:

- a) As que apontavam o erro dos autores ao considerarem que o processo de arbitragem provocaria a equivalência do valor das empresas, independentemente da sua estrutura de capital, mesmo na presença de impostos;
- b) As que consideravam frágeis os pressupostos apresentados e, conseqüentemente, os resultados alcançados, em virtude da excessiva simplificação da realidade.

Como tentativa de ultrapassar as limitações da sua teoria e adaptarem o modelo à realidade, os autores publicaram um novo artigo, reconhecendo que erraram ao não considerarem na sua primeira análise muitos fatores determinantes na decisão da estrutura de capital, nomeadamente o efeito dos impostos e do risco da dívida.

Os autores acabaram por reconhecer a influência dos impostos nas decisões de investimento e que as vantagens dos benefícios fiscais do endividamento são maiores do que eles haviam sugerido.

Desta forma, segundo Modigliani e Miller (1963), existem vantagens no recurso ao capital alheio, em comparação com o capital próprio, tendendo a que os juros são aceites como custo e os dividendos não. As empresas vêm-se motivadas, por motivos de ordem fiscal, a usarem capital alheio na sua estrutura de capital.

Defendem os autores que, mantendo-se os pressupostos do artigo anterior, o tratamento fiscal diferenciado das duas fontes de financiamento leva a que a empresa caminhe para uma estrutura do capital composta na sua totalidade por capitais alheios. À medida que o endividamento aumenta, o valor da empresa endividada e a riqueza dos seus acionistas aumentam também, ao

passo que o WACC da empresa decresce linearmente em função do rácio de endividamento, o que permite concluir que a estrutura ótima de capital será aquela que for constituída na totalidade por capitais alheios.

A introdução do efeito fiscal na proposição I teve implicações ao nível da determinação do valor de mercado de uma empresa, o qual passou a ser igual ao seu valor quando somente financiada com recurso a capitais próprios, adicionado do valor atual dos benefícios fiscais resultantes da utilização de capitais alheios, para cada classe de rendimento equivalente.

Neste contexto, introduzindo o efeito da fiscalidade, os autores demonstraram que o valor da empresa aumenta com o nível de endividamento, em consequência do efeito alavanca originado pelo mecanismo de ajustamento arbitragista previsto na proposição I, segundo o qual a rendibilidade esperada das ações de uma empresa dentro da mesma classe, em equilíbrio, tende a apresentar um valor idêntico.

Na proposição II a relação entre o rendimento esperado pelos detentores de capital próprio e o grau de endividamento de uma empresa continuou para os autores a ser válida, isto é, o aumento do endividamento origina um crescimento do rendimento esperado pelos detentores de capital próprio, pelos motivos apresentados no modelo original.

Contudo, na revisão ao modelo original, Modigliani e Miller (1963) concluíram que, apesar do efeito fiscal proporcionado pelos juros do endividamento, a empresa não deverá endividar-se totalmente sob pena de perder flexibilidade no que concerne à gestão de tesouraria e da escolha das suas fontes de financiamento. As imperfeições do mercado poderão condicionar o endividamento, nomeadamente as restrições impostas pelos credores na concessão de crédito.

### **1.2.3. Teoria do *trade-off***

Como referido na secção anterior, Modigliani e Miller (1963) defenderam que a introdução do efeito fiscal, proporcionado pelos juros do endividamento, induziria as empresas a serem totalmente financiadas por capitais alheios.

No entanto, tendo em conta que tal raramente se verifica, vários autores argumentaram que os custos da falência e outros custos associados à dívida poderiam explicar as razões pelas quais as empresas não eram totalmente financiadas por capital alheio.



Esta discussão sobre os benefícios e custos do capital alheio deu origem à teoria do *trade-off* sobre a estrutura de capital.

A teoria do *trade-off* defende a existência de uma estrutura do capital ótima, que maximiza o valor da empresa, a qual resulta de um *trade-off* entre benefícios fiscais e os custos de insolvência financeira associados ao endividamento (Myers & Robichek, 1965).

As empresas escolhem o nível ótimo de capitais alheios tendo em consideração o *trade-off* entre os benefícios da dívida e os respetivos custos. Os benefícios da dívida incluem a dedução nos impostos das despesas incorridas com juros e a redução dos custos de agência decorrentes do excedente de *cash-flows* livres. Os custos da dívida referem-se sobretudo a custos de falência, quer diretos quer indiretos, que podem ocorrer numa situação de dívida excessiva.

A combinação destes fatores conflitantes resulta na existência de um rácio ótimo de endividamento, que maximiza o valor das empresas, que será atingido quando o benefício marginal de uma unidade de dívida adicional for igual ao seu custo marginal.

As principais conclusões desta teoria sobre o rácio de endividamento estão relacionadas com a rendibilidade das empresas. De facto, a rendibilidade terá um impacto positivo sobre o rácio de endividamento por diversas razões. O aumento da rendibilidade provoca uma diminuição dos custos de falência, levando as empresas a acumular níveis de capitais alheios mais elevados. Empresas mais lucrativas enfrentam taxas de imposto mais elevadas do que as empresas menos lucrativas ou com prejuízos. Esta tributação assimétrica sobre lucros e perdas faz com que as empresas mais lucrativas tenham níveis de capitais alheios mais elevados devido à existência de maiores benefícios fiscais (DeAngelo & Masulis, 1980).

Para além da rendibilidade, outras características da empresa ajudam a explicar o rácio ótimo de endividamento.

De acordo com esta teoria, espera-se que os custos de falência sejam inferiores para empresas que possuam mais ativos tangíveis, pois estes podem ser utilizados como garantia na contratação de dívida, por oposição às empresas que possuem mais ativos intangíveis. Para além disso, a existência de despesas de amortização ajuda a explicar porque algumas empresas apresentam um maior rácio de endividamento, dado que estas despesas resultam em benefícios fiscais.

Segundo Myers (1984), esta teoria sustenta a ideia de que o endividamento traz vantagens para as empresas por meio do benefício fiscal, mas também provoca custos relacionados com a falência da empresa, sendo que a falência financeira ocorre quando as empresas não conseguem

cumprir os seus compromissos junto dos credores. Os custos de falência são assim os custos das dificuldades financeiras, os quais influenciam negativamente o valor da empresa. Se a empresa se encontra numa situação de dificuldade, começará a ter que suportar despesas que não existiriam caso a situação financeira estivesse equilibrada.

Assim, a teoria do *trade-off* desenvolve-se sustentada em dois pressupostos. Por um lado, reconhece o recurso ao capital alheio como fator gerador de vantagens para a empresa, resultantes da poupança fiscal que confere, caso a empresa detenha capacidade de gerar resultados que permitam usufruir destes benefícios fiscais. Por outro lado, identifica que, apesar das vantagens proporcionadas pelo endividamento através da poupança fiscal, a partir de determinado nível o endividamento aumenta o risco de insolvência financeira da empresa e, conseqüentemente, os custos de insolvência, influenciando negativamente o seu valor.

Sogorb-Mira e López-Gracia (2003), referem que o recurso ao capital alheio promove ainda o surgimento de custos de agência da dívida, resultantes da relação conflituosa entre acionistas e credores, incluindo, entre outras fontes, os gastos em que incorrem os credores com a vigilância dos acionistas com o intuito de salvaguardar os seus interesses.

Conforme argumentam Brealey e Myers (1998), é fácil observar como um aumento do nível da dívida eleva seus custos de falência da empresa reduzindo, portanto, o seu valor. Quanto maior o endividamento da empresa, maior o seu risco financeiro, exigindo os investidores uma maior remuneração (juros) sobre o capital fornecido à empresa. Esta maior exigência de remuneração reduz o fluxo de caixa da empresa, as suas possibilidades de pagamento e, conseqüentemente, o seu valor.

Resumindo, a teoria do *trade-off*, permite-nos conjugar duas variáveis, benefícios fiscais e custos de insolvência financeira, com o propósito de identificar o valor ótimo da estrutura do capital da empresa. Esta teoria defende que no ponto ótimo os benefícios fiscais e os custos de insolvência financeira estarão em equilíbrio.

#### **1.2.4. Teoria da agência**

Em meados da década de 70, surge uma corrente teórica que veio incorporar, no seio da teoria da estrutura de capital, os interesses dos gestores e dos detentores do capital próprio, com o

objetivo de atenuar ou mesmo eliminar os custos resultantes de potenciais conflitos entre estas duas partes.

Segundo Harris e Raviv (1991, p. 300), *“a maioria dos esforços que se têm feito no seio da teoria financeira, concentram-se no estudo de modelos de estrutura de capital que tem por base os custos de agência, ou seja, os custos derivados de conflitos de interesses”*.

Jensen e Meckling (1976) deram uma das principais contribuições nesta área, sendo o ponto central da teoria, o relacionamento entre os detentores de capital e o gestor.

Uma empresa para desenvolver a sua atividade é composta por recursos humanos e capital. Os acionistas/sócios e os credores são responsáveis pela disponibilização do capital necessário ao normal funcionamento da empresa. Os recursos humanos, estão focados na realização das tarefas inerentes ao funcionamento da empresa. Esta junção de recursos e vontades permite a prossecução do objetivo comum, gerar riqueza.

Para além destes existem outros grupos que irão afetar a empresa, nomeadamente, os fornecedores, o Estado, entre outros.

A complexidade das empresas, multiplicidade de interesses e consequentemente atitudes divergentes dos diversos grupos (gestores, acionistas, credores e outros) podem gerar conflitos de interesses prejudiciais ao bom funcionamento da empresa suscetíveis de influenciar o seu valor.

Tendo em consideração a diversidade de grupos, e relações necessárias existentes entre eles, Jensen e Meckling definiram uma relação de agência *“como um contrato em que uma ou mais pessoas (os acionistas) contratam terceiros (administradores/gestores) para prestar serviços em seu favor, envolvendo a delegação nestes de alguma autoridade para a tomada de decisões”* (Jensen & Meckling, 1976, p. 5).

Seguindo a opinião dos autores, as duas partes numa relação de agência, são maximizadoras da função utilidade, existindo razões para acreditar que o gestor nem sempre agirá de acordo com os interesses dos detentores do capital, tentando satisfazer os seus próprios interesses antes de respeitar os compromissos assumidos com os acionistas, podendo resultar em conflitos entre as partes. A eliminação do risco subjacente a este tipo de conflitos acarreta custos para a empresa, designados por custos de agência.

Como referimos anteriormente, as relações de agência não se verificam apenas entre os detentores de capital e os gestores, mas também entre os restantes grupos relacionados com a

atividade da empresa. Assim, temos ainda custos de agência do capital próprio e custos de agência da dívida.

A partir do momento que se procede à abertura de capital a investidores externos, teremos um novo quadro. É nesta altura que o administrador (detentor de capital), vendo os seus lucros limitados, procura outras formas de aumentar a sua riqueza pessoal e também o seu bem-estar, quer através de aumento salarial ou regalias não pecuniárias (viatura da empresa, motorista particular, escritório amplo, entre outras). Assim, à medida que a participação do administrador (detentor de capital) diminui, maior tenderá a ser aquele tipo de comportamento, intensificando os conflitos de interesses entre as partes e os custos que daí resultam.

Uma forma de evitar estes custos é recorrer ao capital alheio. Esta hipótese possibilita a redução dos fluxos de caixas excedentes, não permitindo que estes recursos sejam direcionados a gastos que não aumentam a utilidade da empresa, possibilitando, por outro lado, a expansão da empresa, aumentando assim o seu valor e levando a que os interesses dos detentores de capital e gestores, outrora conflituosos, se reconciliem.

Sendo o endividamento uma forma para aumentar a eficiência dos gestores e combater os custos de agência do capital próprio, esta via pode trazer outros problemas para a empresa, identificando-se desde logo as seguintes questões relacionadas com os custos de agência do endividamento excessivo:

- a) O custo de oportunidade causado pelo impacto da dívida sobre as decisões de investimento da empresa;
- b) O custo com a monitorização da atividade dos gestores por parte dos detentores de capital/empresa;
- c) Os custos de falência e reorganização.

Do endividamento resulta, então, uma relação conflituosa entre os detentores de capital e os credores. Os detentores de capital poderão decidir investir em projetos de elevado risco ou tomar decisões que conduzam a um mal desempenho operacional por parte da empresa, tendo como objetivo a transferência de riqueza para si, sendo este facto mais notável em empresas com elevados níveis de endividamento. Os detentores de capital tendem a substituir investimentos de baixo risco por investimentos de maior risco e, conseqüentemente, com maiores taxas de retorno esperadas. Este comportamento de aceitação de projetos de elevado risco por parte dos detentores de capital é possível atendendo a que a abertura do capital

implicou a repartição do risco, uma vez que estes possuem responsabilidade limitada ao capital subscrito e realizado.

Nesta relação conflituosa, entre os detentores de capital e os credores, os gestores exercem também alguma influência. Os gestores poderão atuar a favor dos detentores de capital se considerarmos que estes visam e direcionam os seus esforços para aumentar o valor da empresa, como forma de aumentar também as suas compensações. Perante este comportamento dos gestores, os credores tendem a recorrer a medidas para defender os seus interesses, tal como a não concessão de novos empréstimos, aumento de taxas de empréstimos futuros, cláusulas que lhe permitam acompanhar e controlar o risco da empresa, entre outras.

O reconhecimento dos problemas de agência na relação entre os detentores de capital e os credores faz com que estes, de uma forma geral, prefiram financiar as empresas que possuam ativos que sejam mais fáceis de controlar e avaliar. Assim, as empresas com atividades baseadas em bens tangíveis, com relativa facilidade de avaliação e venda, tendem a ter maior capacidade de endividamento.

A reputação assume também um papel importante nas questões relativas aos conflitos de interesse entre os detentores de capital e os credores. Diamond (1989) defendeu um modelo baseado na relação entre reputação e risco de projetos ao longo do tempo. Quanto melhor uma empresa cumprir os contratos, menor o custo da dívida, o que resulta num maior nível de endividamento. Pelo contrário, projetos mais arriscados, ainda que possam maximizar o valor da empresa, podem ter um efeito negativo na reputação caso não tenham sucesso.

Belletante (1991), McMahon et al., (1993) e Silva (1994), citados por Serrasqueiro (2001) referem que a teoria da agência é uma das extensões da moderna teoria financeira que levanta a hipótese de que os fluxos dos rendimentos das empresas possam ser influenciados pelas decisões de financiamento.

### **1.2.5. Teoria da *pecking order***

Em meados da década de 80, surgiu a teoria da *pecking order*, com uma abordagem diferente das que tinham sido investigadas até então.

A teoria da *pecking order*, desenvolvida por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), tendo por base o trabalho já efetuado em 1961 por Donaldson, considera que a estrutura do capital de uma

empresa não se traduz no nível ótimo de endividamento que maximiza o valor da empresa, resultando antes de decisões ótimas sucessivas entre as fontes de financiamento, de forma hierárquica, tendo como objetivo minimizar os custos originados pela assimetria de informação.

Segundo esta teoria, a empresa segue uma sequência hierárquica de financiamento num contexto de assimetria de informação entre *insiders* da empresa (grandes acionistas/detentores de capital ou gestores) e *outsiders* (sobretudo pequenos acionistas e outras classes de financiadores da empresa). Os *insiders* estão melhor informados sobre as respetivas empresas do que os *outsiders* e têm relutância em emitir ações, quando acham que o preço está demasiado baixo. Os investidores conhecem este facto, pelo que interpretam o anúncio de emissão de ações como uma má notícia. Assim, os defensores desta teoria argumentam que se a empresa não emitir novos títulos e apenas recorrer a lucros acumulados disponíveis para financiar as oportunidades de investimento, os problemas de assimetria de informação podem ser totalmente resolvidos.

Para os defensores da teoria da *pecking order*, as empresas preferem utilizar lucros não distribuídos como a sua primeira fonte de financiamento, seguidos pela dívida e, finalmente, por capital. O capital é a fonte de financiamento menos interessante para as empresas dado que tem subjacentes maiores custos de assimetria de informação, fazendo com que a sua emissão seja mais dispendiosa relativamente a outras fontes de financiamento.

O custo de emissão de novos títulos é agora a questão central nesta teoria, sobrepondo-se à discussão sobre benefícios e custos da dívida.

No seu estudo, Donaldson (1961) concluiu que as empresas optam, em primeiro lugar, pelo autofinanciamento, uma vez que o recurso ao financiamento externo as expõe às influências do mercado de capitais e, também, à observação por parte da concorrência. Deste modo, apenas recorrem ao financiamento externo quando os fundos internos se tornam insuficientes, designando este comportamento por hipótese da *pecking order*.

Tomando por base, as necessidades de financiamento de uma empresa, a informação assimétrica irá afetar a escolha entre a fonte de financiamento preferencial a ser utilizada pela empresa. Segundo a teoria da *pecking order*, surge então, o problema de hierarquizar a escolha a seguir.

Segundo Myers (1984, pp. 581-582) a formulação desta hipótese poderia ser resumida da seguinte forma:

- a) As empresas possuem uma clara preferência pelo autofinanciamento, relativamente ao financiamento externo;
- b) Face às oportunidades de investimento esperado, as empresas adaptam gradualmente os seus rácios objetivos de distribuição de resultados (*payout ratios*), de modo a evitarem que estes sofram alterações bruscas;
- c) A necessidade de uma política de dividendos estáveis, aliada às flutuações não previsíveis da rentabilidade da empresa e das suas oportunidades de investimento, implica que os fundos gerados internamente sejam superiores ou inferiores às exigências de financiamento impostas pelas oportunidades de crescimento. Se forem superiores, a empresa amortiza dívida e/ou adquire títulos negociáveis nos mercados de capitais; se forem inferiores, vende os títulos negociáveis que possui;
- d) Se o financiamento externo é exigido, as empresas começam por recorrer ao endividamento, seguidamente emitem títulos híbridos (p.e. obrigações convertíveis) e, só em último recurso, recorrem à emissão de novas ações.

Esta teoria permite também explicar porque razão as empresas mais lucrativas não recorrem normalmente à dívida. Esta situação verifica-se, não porque decidiram ou por que isto tenha sido um objetivo dos responsáveis da empresa, mas porque a opção de autofinanciamento revela-se credível e suficiente para fazer face aos projetos criadores de valor que surgem. Em oposição, as empresas menos lucrativas emitem dívida porque não dispõem de fundos internos suficientes para financiar os seus investimentos e, porque o financiamento por dívida está em primeiro lugar na hierarquia das escolhas do financiamento externo.

A propósito da teoria da *pecking order*, há autores que defendem que as empresas deveriam conservar um certo montante disponível para endividamento que possibilitasse uma independência relativamente ao mercado. Novo (2009, p. 40) argumenta que “...podemos então defender que as empresas deveriam possuir, em períodos normais da sua atividade, uma reserva de endividamento, que possa mais tarde ser usada na eventualidade de surgirem oportunidades de investimento especialmente boas e atrativas”.

Em síntese, a teoria da *pecking order* apoia-se, sobretudo na consideração de anomalias existentes nos mercados de capitais. Esta imperfeição implica que a informação seja assimétrica e que a sua transmissão, além de não ser instantânea, acarreta custos. A estrutura de capital com esta teoria é agora interpretada, ao nível de cada empresa e em cada momento, como algo que é determinado não com a preocupação em atingir um rácio de endividamento ótimo como defende a teoria do *trade-off*, mas antes como consequência da relutância da empresa em

recorrer ao capital próprio. Em alternativa, a propensão da empresa para recorrer ao endividamento aumenta à medida que se estabelece um fosso entre o investimento desejado e a capacidade de obter resultados.

### **1.2.6. Teoria do ciclo de vida**

As empresas, ao longo da sua existência, atravessam diversas etapas de necessidades e recursos, as quais têm repercussões nas suas necessidades de financiamento, influenciando consequentemente a sua estrutura de capital.

Dado que a estrutura de capital das empresas se altera ao longo do seu ciclo de vida, as necessidades de financiamento podem mudar com a evolução ao longo desse mesmo ciclo.

O conceito de que as empresas evoluem através de um ciclo de vida financeiro está bem identificado na literatura, assim como estão também bem identificadas as várias dificuldades subjacentes, independentemente da dimensão ou da antiguidade das empresas em questão.

Walker (1989), foi um dos primeiros autores a demonstrar preocupação com o acesso a fontes de financiamento das empresas ao longo do seu ciclo de vida. Este autor identificou as seguintes fases do ciclo de vida, às quais associou as diferentes fontes de financiamento a que as empresas recorrem consoante a sua evolução:

- a) Na fase de “nascimento” o principal objetivo das empresas passa pela sua sobrevivência. A fonte essencial de capital advém dos recursos financeiros pessoais dos empresários, assim como, eventualmente, do seu círculo familiar e de amizade;
- b) Na fase de “desenvolvimento ou crescimento”, para além do financiamento procedente dos recursos financeiros pessoais dos empresários e dos lucros retidos, as empresas recorrem normalmente a fontes externas de capital. Neste estágio do ciclo de vida da empresa os bancos constituem a principal fonte de capital alheio. Para conceder financiamento, os bancos exigem garantias sobre os ativos da empresa e/ou sobre o património pessoal do empresário. O autor refere que, nesta fase, os investidores informais poderão constituir-se como a fonte alternativa de capital externo, dado que as sociedades de capital de risco e os investidores no mercado bolsista raramente se dispõem a investir em empresas consideradas ainda jovens.



- c) A fase de “consolidação”, inclui as empresas que já construíram uma reputação junto dos financiadores, fidelizaram clientes, além apresentarem alguma estabilidade financeira. Neste estágio, as empresas têm o acesso ao crédito junto dos bancos de forma mais facilitada, sendo, segundo o autor, já possível o acesso ao mercado de capitais. As empresas passam a estar focadas essencialmente na maximização de lucros e no desenvolvimento da performance sobre o investimento.
- d) Na fase de “maturidade”, o objetivo primordial da empresa passa a ser a expansão da sua quota de mercado e não apenas os objetivos associados às fases anteriores. Chegadas a este estágio de maturidade, as empresas revelam uma boa estabilidade financeira, em virtude da sua presença duradoura no mercado. Nesta fase as empresas têm acesso a quase todas as fontes de capital externo.

Para Walker (1989), quanto mais as empresas avançam na sua idade, e conseqüentemente nas diferentes fases do ciclo de vida associados, maior a reputação alcançada, a qual favorece o acesso e a diversificação das fontes de capital.

Berger e Udell (1998) associaram também as fontes de capital das empresas aos diversos estágios do seu ciclo de vida, que variam também em função da sua idade. Para eles, as fases do ciclo de vida da empresa traduzem-se nos estágios de “criação”, de “adolescência”, da “média idade” e, por fim, do estágio da “antiguidade”. Segundo estes autores nas duas primeiras fases (“criação” e “adolescência”), a empresa financia-se essencialmente através de recursos investidos pelos próprios empresários, por amigos e/ou família. Nas fases subsequentes, (“média idade” e “antiguidade”), as empresas têm acesso a maiores montantes de capital próprio, logo, o montante de capital alheio vai sendo reduzido à medida que a empresa consolida a sua idade.

Diamond (1989) concluiu também que uma melhor reputação de crédito nos mercados financeiros implicava melhores condições de financiamento para as empresas.

Em concordância os autores citados anteriormente, também Harris e Raviv defenderam que “*as empresas com registos longos irão ter menores taxas de incumprimento e menores custos da dívida do que as empresas com históricos curtos*” (Harris & Raviv, 1991, p. 305).

De acordo com esta teoria, à medida que avançam no seu ciclo de vida, as empresas veem os seus recursos financeiros internos mais limitados tendo necessidade de recorrer capitais alheios para financiarem o desenvolvimento da sua atividade, nomeadamente, os seus projetos de investimento. Nesse sentido as empresas vão substituindo as fontes internas de financiamento

por fontes externas. Quando amadurecem, as empresas são caracterizadas pela estabilidade e por uma certa reputação/histórico junto dos financiadores, tendo capacidade de prestar as garantias exigidas pelos bancos.

### **1.3. O financiamento das PME**

#### **1.3.1. As fontes de financiamento das PME**

A importância das PME no tecido económico português tem suscitado diversas reflexões e estudos sobre as diversas alternativas de financiamento existentes para estas empresas. Dentro desta temática, atendendo ao objeto do estudo empírico que integra o presente trabalho, tem particular interesse a investigação centrada nas modalidades de financiamento disponíveis para as PME.

Segundo dados do INE (2016), em 2014, existiam 1 126 344 PME, mais 2,7% do que em 2013, que representavam a esmagadora maioria (99,9%) do total das empresas não financeiras portuguesas (1 127 317). Segundo o mesmo estudo, as PME foram nesse ano responsáveis por 80% do emprego total de todas as empresas não financeiras (cerca de 2 764 311 empregos) e contribuíram para mais de 60% do VAB.

As PME são, assim, consideradas fundamentais na geração de emprego e na criação de riqueza económica, embora defrontem com algumas restrições no acesso ao crédito bancário e dificuldades na negociação das condições a ele associadas. Neste contexto, as decisões de financiamento figuram entre as questões mais importantes e difíceis enfrentadas por estas empresas.

A subcapitalização e as fontes inadequadas de capital, podem resultar na incapacidade das PME financiarem adequadamente as suas operações e de procurarem novas oportunidades de mercado (Matias, Serrasqueiro, & Costa, 2010).

A dificuldade de acesso ao financiamento, tem sido frequentemente apontado como um fator limitador do crescimento das PME.

Uma vez que os fundos dos investidores são limitados, não tendo as PME, em geral, um historial muito longo e sólidas garantias que possam ser utilizadas como colateral, mesmo quando apresentam excelentes perspetivas comerciais poderão não ter acesso ao financiamento

necessário, por contraposição a empresas de maior dimensão, que apesar das poucas ideias, por possuírem boas garantias, conseguem financiar projetos de reduzido valor.

Beck e Demirgüçkunt (2006) concluíram que o acesso ao financiamento corresponde a um importante obstáculo ao crescimento das PME e que os instrumentos de financiamento inovadores poderiam contribuir para facilitar o acesso destas empresas ao financiamento. Segundo estes autores, embora as PME contribuam, em muitos países, para uma parte significativa do total de emprego, uma das razões que as impede de contribuírem proporcionalmente da mesma forma para o crescimento económico, está associada aos obstáculos e limitações no acesso ao financiamento, em comparação com as grandes empresas.

As dificuldades significativas no acesso ao financiamento externo advêm, em parte, da fragilidade financeira das PME e da opacidade legal de informação destas perante os credores. A opacidade informacional de uma empresa e a sua performance económico-financeira, características da sua qualidade intrínseca, constituem assim determinantes das condições do financiamento externo das PME (Matias, Serrasqueiro, & Costa, 2010).

Esperança *et al.* (2003) referem que as PME dependem principalmente de garantias para obter financiamento de longo prazo e que a garantia é mais valorizada pelos credores do que a rentabilidade, concluindo que o tamanho das empresas constitui um fator discriminatório no acesso a crédito.

Chittenden *et al.* (1996) concluíram também que o recurso a capitais alheios por parte das PME depende da apresentação de garantias e não da rendibilidade. Segundo estes autores, as instituições bancárias parecem apenas reconhecer esta forma de resolver os eventuais problemas de agência existentes nas empresas.

A importância relativa das informações e as suas assimetrias mudam de acordo com as características dos candidatos ao financiamento. Neste sentido, tem-se argumentado que as PME sofrem de restrições financeiras e racionamento de crédito porque os empréstimos, para este tipo de empresas, envolvem geralmente assimetrias de informação mais elevadas.

Conforme defendido por Mazanai e Fatoki (2011), a informação assimétrica é preponderante. Uma empresa sabe o risco e o retorno esperado do seu projeto, enquanto o credor só sabe o retorno médio esperado e o risco médio. Os mercados de crédito também divergem de um mercado idealizado porque a informação é imperfeita. A vontade do credor de emprestar dinheiro a uma determinada empresa pode depender de aquele deter informações suficientes

sobre a fiabilidade desta, certificando-se que a empresa vai utilizar os fundos emprestados de forma eficaz.

Para Gama (2000), os custos de falência têm também grande importância na tomada de decisão das PME portuguesas relativamente à estrutura de capital, atendendo a que estas empresas são muito sensíveis aos riscos decorrentes do endividamento excessivo. Esta autora apurou ainda que a dimensão e a idade da empresa podem dificultar o acesso a capitais alheios de médio e longo prazo e que as garantias desempenham um papel fundamental no que diz respeito à obtenção de crédito. Não encontrou, no entanto, evidências de que as PME portuguesas seguem uma ordem de financiamento hierárquica, concluindo que estas as empresas optam, em função das suas necessidades, pela forma de financiamento que estiver disponível.

As PME, considerando a sua dimensão e estrutura, são empresas com características únicas e muito próprias, destacando-se as seguintes:

- a) Inexistência de separação entre a propriedade e a gestão;
- b) A equipa de gestão diminuta e com pouco conhecimento e domínio das várias funções de gestão da empresa;
- c) A responsabilidade limitada para com terceiros está ausente ou não é efetiva;
- d) Os custos de insolvência, os custos de cumprimento da legislação e os custos de transação são maiores do que para as empresas de maior dimensão;
- e) Informalidade contratual com os agentes externos;
- f) Operam em ambiente incerto, dispõem de um pequeno número de clientes e fornecedores, não conseguem impor preços, e os proprietários podem tomar decisões diferentes da maximização do lucro;
- g) São empresas sem ações e sem títulos representativos da dívida transacionados nos mercados de capitais.

Como a gestão das PME está normalmente a cargo do detentor do capital próprio não existe, por norma, interesse em dividir o controlo da empresa, o que se traduz numa clara aversão à utilização de financiamento externo e, conseqüentemente, à abertura do capital a novos investidores. Por este motivo, estas empresas têm tendência a recorrer ao financiamento interno para financiar a sua atividade e apenas em caso de necessidade recorrem ao financiamento externo, normalmente dívida de curto prazo.

A capacidade de recorrer ao endividamento por parte destas empresas é também limitada, porque, como referido anteriormente, são empresas que não têm capacidade para apresentar

garantias e não têm suficiente poder negocial junto dos credores. Esta realidade pode também explicar a preferência das PME pela utilização de autofinanciamento.

Serrasqueiro (2003), refere que a capacidade financeira das PME depende principalmente do capital próprio gerado internamente, considerando os lucros retidos.

Sogorb-Mira (2005), verificou que os gestores das PME apresentam, normalmente, uma clara aversão à abertura do capital da empresa a investidores externos e à perda do controlo na gestão da empresa.

Vos e Shen (2007), encontraram evidências de que as PME preferem a utilização de fundos internos para financiar o seu crescimento, assegurando desta forma a manutenção do controlo e da independência.

Vieira e Novo (2010), concluíram no mesmo sentido, argumentando que as empresas preferem financiar-se primeiro com recurso ao autofinanciamento e só depois com recurso a capitais alheios. Apenas esgotadas estas duas hipóteses é que as PME portuguesas recorrem aos capitais próprios.

Podemos então concluir, atendendo à literatura referida, que apenas quando a empresa acumula no seu balanço disponibilidades e ativos tangíveis, passíveis de serem dados como garantia, de montante razoável, o capital alheio, nomeadamente o crédito bancário, passa a ser uma alternativa de financiamento. Caso a empresa tenha ativos tangíveis de reduzido valor, o recurso ao crédito bancário, por norma, está dependente da garantia pessoal do empresário.

A concessão de crédito bancário baseia-se na análise de solvabilidade da empresa e na exigência de garantias patrimoniais. Quanto mais conservadora a situação financeira da empresa, mais o recurso ao crédito ficará facilitado, pois o interesse principal do credor bancário é o cumprimento dos planos de pagamento e o reembolso do capital emprestado.

As PME recorrem maioritariamente aos bancos como fontes de capital alheio, sendo os financiamentos concedidos sob critérios lineares e específicos, que se traduzem muitas vezes em obstáculos no acesso ao financiamento externo por parte deste tipo de empresas. Esta situação contribui para a dependência relativamente aos fundos internos no financiamento dos investimentos das PME que têm de desenvolver o seu crescimento numa base endógena (Serrasqueiro, Nunes, & Leitão, 2011).

Vários estudos têm evidenciado que as PME enfrentam custos de financiamento bancário mais elevados. Atendendo aos custos de agência e à flexibilidade operacional, o risco associado é

difícil de estimar e, conseqüentemente, o custo de financiamento tem tendência a ajustar-se em função do nível de risco percebido pelo credor.

Wagenvoort (2003) observou que em Itália, França e Alemanha a taxa de juro é substancialmente mais elevada para a PME, argumentado que, se é aceitável considerar que, numa base individual, as empresas de menor dimensão possuem maior risco de falência, um portfólio de empréstimos de empresas de reduzida dimensão não é necessariamente mais arriscado que um portfólio de empresas de grande dimensão.

Para além do crédito bancário, o crédito comercial poderá ser uma fonte de capital alheio alternativa, sobretudo para empresas com acesso limitado ao financiamento bancário.

O crédito comercial é uma fonte de financiamento de curto prazo e de natureza informal, cujas condições não estão legalmente definidas, sendo que a operação de crédito está relacionada com um ato comercial. Desta forma, o crédito comercial é concedido através do adiamento de prazos de pagamento decorrentes da transação de bens ou de serviços prestados no âmbito da atividade da empresa.

Berger e Udell (1998) identificaram no seu estudo os fornecedores como principal fonte de capital alheio das PME, seguindo-se-lhe os bancos. Argumentaram que as PME recorrem com frequência ao crédito comercial para se financiarem em virtude dos menores custos de transação associados e à maior liquidez e facilidade na gestão de tesouraria associada.

As PME quando enfrentam dificuldades de financiamento, em virtude das condições mais apertadas que as instituições financeiras colocam na concessão de crédito, tentam frequentemente financiar-se através do crédito comercial. Esta situação faz com que a procura por esta fonte alternativa de crédito, sobretudo em períodos de contração financeira, seja realizada principalmente pelas PME (Nilsen, 2002).

Parece evidente que as empresas comerciais podem reduzir o papel dos bancos ao optar por adiar a cobrança das verbas devidas. Ao procederem assim, os fornecedores permitem que os seus clientes continuem a desenvolver a sua atividade regular, apesar de eventuais restrições que estes possam enfrentar no acesso ao crédito. As fontes de financiamento geradas pelo acesso ao crédito comercial tornam-se favoráveis para as PME embora os fornecedores obtenham também grandes benefícios, uma vez que, ao protelarem a dívida dos clientes, escoam a sua produção, aumentando a possibilidade de os reter enquanto seus devedores.

Tendo em conta as restrições e a necessidade de financiamento para o crescimento e sustentabilidade das PME, Barth *et al.* (2011) verificaram que os mercados de capitais não são

um mecanismo importante para o acesso das PME ao crédito. Para estes autores os empréstimos bancários são a única alternativa de financiamento através de capitais alheios para as PME, uma vez que os bancos se revestem da capacidade de obter informações privadas acerca destas empresas a baixo custo.

Black e Gilson (1998) afirmam que, contrariamente à economia anglo-saxónica que se baseia no mercado de capitais, existe uma centralização da economia europeia no sistema bancário para suprir as suas necessidades de financiamento.

A generalidade dos mercados de capitais apresenta exigentes requisitos de admissão à negociação, traduzidos na dimensão exigida aos emitentes (quer na quantidade quer no valor a admitir à cotação), na elaboração de prospectos detalhados na aprovação, certificação e publicação regular das contas e na obrigação de apresentação de informação contabilística periodicamente detalhada, etc., estando o sucesso da integração de uma empresa no mercado de capitais dependente da atratividade que revela para os investidores.

Os elevados custos inerentes ao acesso ao mercado de capitais por parte das PME constituem assim um entrave no recurso ao mesmo.

Além do custo inerente, outros fatores são apontados para o desinteresse no recurso ao mercado de capitais por parte das PME: receio de perda de controlo pelos proprietários; baixa propensão para divulgar as demonstrações financeiras ou a estratégia; sistemas fiscais favoráveis ao financiamento através de passivo em detrimento de capital próprio; sistemas de contabilidade subdesenvolvidos e estrutura de comunicação insuficiente para manter os investidores regularmente informados (ECMI, 2001).

Segundo Serrasqueiro *et al.* (2011), a maioria das PME portuguesas não preenche os requisitos necessários para alcançar a cotação naquele mercado. O recurso a esta fonte de financiamento está também condicionado pela aversão dos proprietários na abertura ao capital externo, procurando este evitar a perda da independência e do controlo da empresa.

O presidente da SAER - Sociedade de Avaliação de Empresas e Risco, José Poças Esteves, afirmou em 2014<sup>2</sup> que o financiamento das PME junto da banca estava praticamente estagnado, devendo estas procurar no mercado de capitais formas de financiamento mais estruturantes, de médio e longo prazo, que promovam o seu crescimento e competitividade, e a criação de

---

<sup>2</sup> Afirmações proferidas no âmbito da apresentação do relatório da SAER de março de 2014 disponíveis em <http://www.peprobe.com/pt-pt/new/mercado-de-capitais-e-alternativa-para-financiamento-de-empresas-pocas-esteves> (acedido no dia 26 de setembro de 2016).

emprego, defendendo também que as PME deveriam avançar para uma gestão profissional, abrindo o seu capital a investidores externos.

Uma fonte alternativa de financiamento, que tem vindo a ganhar protagonismo na literatura e políticas recentes, é o capital de risco.

Capital de risco é a denominação para a atividade de investimento numa empresa, através da participação temporária e minoritária no seu capital social por investidores de risco ou *business angels*. Constitui uma forma de financiamento com recurso a capitais próprios, com um horizonte no médio/longo prazo e com o objetivo de apoiar empresas no seu desenvolvimento e crescimento, com fortes reflexos na gestão.

O capital de risco está orientado para empresas jovens, *start-ups* e investimentos de risco com elevado potencial de rentabilização, indexando-se o seu retorno ao sucesso do negócio e, nesta perspetiva, constitui uma alternativa interessante para capitalizar as PME na fase de desenvolvimento inicial. Esta é uma alternativa de financiamento igualmente direcionada para empresas que têm dificuldades em aceder a formas de financiamento mais tradicionais, em especial para empresas em estádios primários do seu desenvolvimento cuja inexistência de histórico dificulta o acesso a um leque alargado de alternativas de financiamento.

O capital de risco não exige pagamento de encargos financeiros, nem tem subjacente qualquer contrapartida sob a forma de garantias reais ou pessoais para os empresários, sendo a rentabilidade dos investidores baseada na probabilidade de sucesso da empresa participada, concretizando-se principalmente através das mais-valias a realizar no momento da saída do negócio.

Esta fonte de financiamento apresenta-se como uma alternativa viável para as PME que têm grande dificuldade em se alavancar devido à falta de recursos financeiros. O investidor de risco pretende aplicar o seu capital em função do potencial de crescimento das empresas, dividindo assim o risco com o empreendedor, vislumbrando ganhos com uma boa remuneração associada à distribuição dos lucros e ao retorno efetivo do capital (Neto e Filho, 2007).

Este tipo de financiamento representa uma solução robusta para financiar o alto risco, potencialmente projetos de empresas jovens que apresentem um grande potencial de gerar lucros em grande escala.

O capital de risco pode desempenhar um papel cada vez mais importante para as pequenas empresas, não só para fechar uma lacuna de financiamento possivelmente emergente, mas também para empresas que poderiam enfrentar obstáculos na atração de financiamento devido



a assimetrias de informação, à ausência de um histórico convincente para produtos comercializáveis, bem como para a falta de ativos que podem ser dados como garantia em empréstimos bancários (Gompers & Lerner, 2001).

Apesar da tendência demonstrada pela generalidade das PME para o recurso ao crédito bancário como fonte de capital alheio, é aconselhável a diversificação de fontes de financiamento por parte destas empresas.

### **1.3.2. A influência das políticas públicas na estrutura de capital**

O reconhecimento de que as PME têm um enorme potencial, tanto a nível de crescimento económico, como de eficiência, facto traduzido nos níveis de produção e de empregabilidade destas empresas, têm-se traduzido na atenção que as entidades públicas lhe têm dedicado no desenvolvimento das suas políticas.

De modo a atenuar os condicionalismos que têm afetado o acesso ao financiamento por parte das PME, as políticas públicas têm procurado consolidar e alargar as formas de financiamento das empresas e criar veículos para a capitalização das PME.

Esta preocupação pelas condições de financiamento das PME tem sido manifestada tanto a nível nacional como pela Comissão Europeia.

Ao nível comunitário (CE, 2006) foram definidas as orientações a seguir para o desenvolvimento das condições de financiamento neste segmento de empresas:

- a) Incentivo ao investimento dos *business angels*;
- b) Alargamento da dimensão dos fundos de capital de risco e profissionalização da sua gestão;
- c) Cooperação estreita entre o capital de risco e as fontes de inovação;
- d) Combate à fragmentação comunitária do mercado de capital de risco através da eliminação dos fenómenos de dupla tributação e da harmonização regulatória e legal;
- e) Crescimento dos mercados bolsistas;
- f) Apoio governamental aos bons investimentos;
- g) Desenvolvimento de uma cultura empreendedora orientada para o crescimento e apta para o investimento.

Segundo a Comissão Europeia, é necessário incutir uma cultura que potencie a tomada e partilha de riscos entre os empresários e os investidores, considerando- que muitos empresários precisam de aconselhamento sobre as vantagens e os inconvenientes das diferentes formas de financiamento, bem como sobre como apoio para apresentarem os seus projetos aos investidores potenciais, devendo os países europeus empenharem-se na disponibilidade de capital de risco para as PME com elevado potencial de crescimento.

Os Estados-Membros foram também convidados a implementar boas práticas em matéria de garantias, as quais deveriam ser canalizadas para ajudar as PME inovadoras a financiar atividades de investigação e inovação através de crédito bancário.

A comissão considerou ainda que a técnica de financiamento *mezzanine* (que combina empréstimos e fundos próprios) proporcionaria soluções inovadoras a problemática do financiamento das PME.

Segundo a OROC<sup>3</sup>, a operação *mezzanine* constitui uma solução inovadora que, ao complementar a oferta tradicional de capital de risco, proporciona a empresários ainda relutantes em encarar a abertura do capital a flexibilidade requerida na tomada deste tipo de decisões.

Funcionalmente, uma operação *mezzanine* consiste num instrumento de financiamento híbrido que combina características de capital e de dívida, correspondendo assim a um patamar intermédio entre essas duas dimensões estruturantes no balanço das empresas.

Os recursos financeiros disponibilizados deverão contribuir para executar um plano de negócios que consubstancie uma forte ambição estratégica, sustentada na capacidade competitiva no mercado e na qualidade da equipa de gestão, salvaguardando uma situação económica e financeira robusta.

Em Portugal tem sido notória uma crescente preocupação governamental quanto ao desempenho das empresas de menor dimensão. No entanto, a abordagem política foi inicialmente efetuada com recurso à disponibilização de financiamentos com condições especiais em detrimento do recurso ao capital de risco e ao mercado de capitais.

Com o objetivo de fomentar a conceção de crédito a criação de condições para a redução dos custos de financiamento das empresas, em especial das PME, e um maior equilíbrio da sua estrutura de financiamento, nomeadamente pela obtenção de garantias que permitam o acesso

---

<sup>3</sup> Cf. Circular n.º 36/12, de 3 de maio de 2012, Encontros Caixa Capital – OROC (obtida em 03 de outubro de 2016 do sitio <http://www.oroc.pt/fotos/editor2/Circulares/2012/Circular36.pdf>).

a empréstimos com prazos adequados aos ciclos de exploração das empresas e à realização dos investimentos necessários ao seu desenvolvimento, surgiu em Portugal em 1992, por iniciativa pública através do IAPMEI, o Sistema de Garantia Mútua, tendo sido criada em 2003 as primeiras três Sociedades de Garantia Mútua em Portugal – Garval, Lisgarante e Norgarante, para as quais foi transferida toda a atividade operacional associada à prestação de garantias. A juntar-se a estas, surge em 2007 uma outra Sociedade, a Agrogarante, especificamente destinada a apoiar o Sector Primário<sup>4</sup>.

O Sistema Nacional de Garantia Mútua assenta em três pilares:

- a) As Sociedades de Garantia Mútua (SGM), que prestam garantias a favor PME ou entidades representativas destas;
- b) Um fundo nacional de “resseguro”, dotado com fundos públicos, que cobre parte do risco das SGM, alavancando a sua capacidade de apoio às PME: o Fundo de Contragarantia Mútuo (FCGM);
- c) Uma entidade “coordenadora” de todo o sistema, a SPGM – Sociedade de Investimento, S. A., que funciona na prática como “holding” do sistema gerindo o FCGM e dinamizando quer a criação e desenvolvimento das SGM, quer a imagem do produto garantia mútua em favor das PME, e ainda prestando serviços de *backoffice* às entidades do Sistema português de Garantia Mútua.

A atividade de Garantia Mútua assume natureza privada e cariz mutualista, onde são prestadas garantias financeiras para facilitar as referidas operações de crédito. O capital social das SGM nacionais é detido por Empresas, Associações Empresariais, Instituições de Crédito, IAPMEI, Turismo de Portugal e pela SPGM – Sociedade de Investimento, S.A.

As SGM podem mitigar os problemas de assimetria de informação no mercado de crédito de devedores se a sua informação for mais exata que a disponível nos bancos. Consequentemente, os bancos podem interpretar o apoio das SGM às pequenas empresas como um bom sinal de credibilidade dos devedores, baixando assim as suas taxas de juro (Columba, Gambacorta, & Mistrulli, 2008).

As PME portuguesas apresentam, por um lado, níveis excessivos de endividamento e uma forte dependência do crédito bancário, sobretudo de curto prazo. Por outro lado, o movimento de desalavancagem financeira iniciado pelas instituições financeiras, nos últimos anos em consequência da crise financeira observada, concorreu para a adoção de sistemas de avaliação

---

<sup>4</sup> Fonte: <http://www.garantiamutua.com/sistema-nacional/> (consulta efetuada 16 de setembro de 2016).

de risco mais rígidos e para a exigência de maiores garantias no quadro do financiamento às empresas, o que se repercutiu fortemente na respetiva atividade.

Com acesso limitado aos mercados de capitais, o qual está comprometido por diversos motivos, nomeadamente a falta de cultura financeira, a obrigatoriedade de reporte de informação, os custos associados e a reduzida liquidez dos sistemas de negociação existentes, as PME veem-se, assim, privadas da principal fonte de financiamento.

Face a este enquadramento, o Governo português criou, no âmbito do programa Portugal 2020, através da Resolução do Conselho de Ministros n.º 100/2015, de 23 de dezembro, a Estrutura de Missão para a Capitalização de Empresas (EMCE), com a missão de propor o desenvolvimento das linhas orientadoras fixadas pelo Governo e a identificação das iniciativas a prosseguir o objetivo de promover uma maior capitalização das empresas portuguesas, mediante reforço dos capitais próprios e da consequente redução do seu nível de endividamento.

Foram atribuídas à EMCE as seguintes competências:

- a) Conceber e propor novas medidas de apoio à capitalização das empresas, desenhando os instrumentos com o detalhe necessário à sua aplicação prática e identificando os recursos disponíveis em fundos públicos, nacionais, europeus e internacionais, bem como as respetivas fontes de financiamento;
- b) Propor as alterações ou ajustamentos aos instrumentos de capitalização em vigor, com base na avaliação da sua eficácia e eficiência.

No âmbito da sua missão, a EMCE identificou três necessidades determinantes:

- a) Investimento: preparar as empresas para novas fases de investimento, dotando-as do suporte financeiro adequado e eliminando barreiras administrativas à sua efetivação;
- b) Financiamento: robustecer os intermediários financeiros tradicionais e estimular a utilização ou o surgimento de outros atores e de novas soluções;
- c) Capital: criar condições para a mobilização de capitais nacionais ou estrangeiros, designadamente da diáspora, atraindo investimento direto estrangeiro e desincentivando a saída de capitais nacionais.

O programa Portugal 2020 atribui também uma grande relevância à mobilização de instrumentos financeiros para o apoio às necessidades de financiamento das PME (capital próprio, quase-capital ou capital alheio, nomeadamente através de linhas de empréstimos, garantias ou outros instrumentos de partilha de risco), procurando por essa via responder de forma efetiva e completa aos diferentes constrangimentos verificados no financiamento das

PME portuguesas, maximizando-se o efeito dos Fundos Europeus Estruturais e de Investimento (FEEI).

Os instrumentos financeiros no âmbito do programa Portugal 2002 podem assumir a forma de:

- a) Capital próprio: designadamente, fundos de capital de risco, fundos de sindicância de capital de risco, fundos de participação em outros fundos de capital de risco, *business angels*, que permitam a realização de capital próprio e/ou aquisição de participações de capital (participação ordinária ou preferencial, incluindo prestações acessórias e suprimentos), por forma a assegurar o reforço de capitais da empresa e a melhoria do perfil de gestão e da estrutura de acionistas;
- b) Capital alheio: nomeadamente, fundos de contragarantia mútuos, destinados à cobertura de garantias prestadas por entidades especializadas na emissão de garantias a financiamentos a conceder por bancos comerciais a PME, constituição ou reforço de linhas de crédito, mecanismos de garantias de financiamento, bonificação de taxa de juro ou comissões de garantias emitidas por entidades especializadas a favor de bancos em operações de financiamento a PME.

No domínio do apoio direto às empresas pretende-se com os instrumentos financeiros melhorar as condições do financiamento privado às PME financeiramente viáveis, para que estas possam implementar estratégias de reforço da sua competitividade.

Com o objetivo de garantir que os recursos dos FEEI alocados aos instrumentos financeiros estão totalmente alinhados com os objetivos dos FEEI e dos Programas Operacionais nos quais sejam utilizados esses instrumentos, foi realizada uma avaliação *ex ante*, que procurou igualmente efetuar a mitigação das falhas de mercado e a validação da estratégia definida para a alocação de recursos públicos a estes instrumentos (Mateus & Associados, 2015).

A referida avaliação valida as opções tomadas pelos decisores públicos, atestando a estratégia definida (Mateus & Associados, 2015, p. 99), concluindo, no que diz respeito em concreto às PME, que:

- a) As PME portuguesas são um importante motor de crescimento e de exportações, mas a sua reduzida dimensão à escala europeia e mundial não lhes proporciona uma elevada capacidade de captação de fundos a nível internacional, o que determina uma forte vulnerabilidade aos impactos negativos decorrentes dos choques sobre o sistema financeiro português;

- b) A atividade económica em Portugal sofreu uma enorme contração em anos recentes, acompanhada por uma quebra generalizada do financiamento e do investimento. Em resultado, a situação económico-financeira das empresas (e, em especial, das PME) deteriorou-se de forma significativa, com reflexos significativos em matéria de endividamento e de capitalização;
- c) As PME que atuam em Portugal enfrentam, por isso, um duplo desafio: recuperação do crescimento e melhoria do balanço, nomeadamente com uma redução da dívida bancária;
- d) A apertada disponibilidade de crédito para todo o sistema financeiro teve consequências mais intensas nas PME do que nas grandes empresas, pelo que os desafios de crescimento e de financiamento são maiores neste tipo de empresas.

No que diz respeito aos instrumentos financeiros para o apoio às empresas, a avaliação realizada refere que *“é desejável a adoção e aprofundamento das metodologias de partilha assimétrica de risco e mecanismos de distribuição de resultados entre os investidores públicos e privados já adotadas com sucesso no caso dos business angels no período do QREN, que aumentem a atratividade dos instrumentos financeiros para os parceiros”* (Mateus & Associados, 2015, p. 58).

Um dos principais fatores de sucesso identificados pelo estudo no recurso a instrumentos financeiros no âmbito do Portugal 2020 prende-se, com a capacidade de atrair fontes de financiamento adicionais e de mobilizar competências e conhecimentos externos, promovendo o trabalho em rede, o estabelecimento de parcerias e a cooperação entre os agentes do mercado, promovendo-se um efeito de alavanca significativo sobre o investimento privado e melhorando-se a qualidade e eficiência dos financiamentos públicos, em grande medida proporcionada pela possibilidade de reciclagem de recursos financeiros no médio ou longo prazo. A possibilidade de reciclagem dos fundos públicos no médio e longo prazo, a corresponsabilidade público-privada na gestão e o efeito disciplinador do investimento constituem, de igual modo, vantagens globais dos instrumentos financeiros que importa capitalizar.

No seguimento dos resultados da avaliação, podemos considerar que a Estratégia Portugal 2020 reserva um papel determinante aos investidores privados na sua execução e operacionalização, algo que beneficia todos os agentes económicos, permitindo alavancar o investimento levado a cabo pelos fundos comunitários e assim apoiar um maior número de empresas nacionais e em maior medida.

Relativamente às PME é ainda realçado que o recurso a instrumentos financeiros no domínio do FEADER tende a contribuir para a redução do défice de financiamento das PME pelos mercados financeiros convencionais, diminuindo o risco tradicionalmente associado à atividade agrícola e florestal e melhorando as condições de financiamento para as PME destes setores, apresentando-se o sistema de garantia mútua, em particular, como uma boa solução para o financiamento das empresas, permitindo alavancar os recursos públicos de forma mais eficiente.

O Governo reforçou o papel da EMCE na promoção de uma maior capitalização das empresas portuguesas, mediante reforço dos capitais próprios e da conseqüente redução do seu nível de endividamento, através da conceção de novas medidas de apoio à capitalização das empresas.

A EMCE apresentou, a 16 de junho de 2016, um relatório com uma análise da economia e da realidade empresarial nacionais, com vista à conceção de medidas de apoio à capitalização das empresas, tendo identificado e apresentado ao Governo um conjunto de 131 medidas enquadradas em cinco eixos estratégicos de intervenção: Simplificação Administrativa e Enquadramento Sistémico, Fiscalidade, Reestruturação Empresarial, Alavancagem de Financiamento e Investimento e, por último, Dinamização do Mercado de Capitais (EMCE, 2016).

Com base nos referidos eixos estratégicos de intervenção definidos pela EMCE, o Governo lançou o Programa Capitalizar<sup>5</sup>, que integra uma lista de medidas baseadas nas propostas constantes do relatório da EMCE, que pretende ser um programa estratégico de apoio à capitalização das empresas, à retoma do investimento e ao relançamento da economia, com o objetivo de promover estruturas financeiras mais equilibradas, reduzindo os passivos das empresas economicamente viáveis, ainda que com níveis excessivos de endividamento, bem como de melhorar as condições de acesso ao financiamento das PME.

Melhorar o acesso das PME às fontes de financiamento tem vindo a ser, como foi demonstrado, uma prioridade das políticas públicas, indispensável especialmente no que diz respeito à entrada inicial e à injeção de fundos que lhes permitida inovar e crescer nos mercados, promovendo-se uma participação significativa dos investidores do setor privado e das instituições financeiras e o desenvolvimento de metodologias de partilha assimétrica de risco e mecanismos de distribuição de resultados entre investidores públicos e privados.

---

<sup>5</sup> Cf. Resolução do Conselho de Ministros n.º 42/2016, publicada em Diário da República, 1.ª série, N.º 158 de 18 de agosto de 2016.

## 2. Estudo empírico

### 2.1. Proposições do estudo empírico

Atento às políticas públicas que procuram melhorar o acesso das PME às fontes de financiamento, tentamos dar um contributo à investigação sobre a estrutura de capital procurando aferir se as principais correntes teóricas sobre as principais determinantes da estrutura de capital e as políticas públicas estão alinhadas com evolução dos indicadores financeiros destas empresas.

Como constatamos na revisão de literatura, as PME não têm condições de acesso aos mercados de capitais, pelo que em Portugal, a parte mais significativa da atividade empresarial é financiada direta ou indiretamente pelo sector bancário.

Uma das questões mais discutidas no passado recente em Portugal prende-se com as grandes dificuldades de acesso ao financiamento bancário por parte das PME, pelo que as políticas governamentais têm tentado dar ênfase à promoção de um acesso mais fácil ao crédito bancário, fornecendo uma base para novos empréstimos, reduzindo a sensibilidade destas empresas aos ciclos económicos.

Quando um banco empresta dinheiro, espera receber o montante que emprestou, acrescido do respetivo juro, ficando, desta forma, dependente da capacidade de pagamento do credor, sofrendo uma perda se não lhe forem pagos os juros ou não lhe devolverem o capital. A esta possibilidade de perda por ausência de pagamento ou por incumprimento de contrato pela contraparte está associado o risco de crédito (Pinho, Valente, Madaleno, & Vieira, 2011).

Para acautelar devidamente eventuais incumprimentos, os bancos têm de fazer uma adequada avaliação do risco de crédito, pelo que se torna imprescindível avaliar, com muita atenção, antes da concessão do crédito, as condições que lhes devem ser fixadas, incluindo a prestação de garantias reais, pessoais ou outras e o envio de elementos sobre a sua situação e atividade.

*“A relação entre os Bancos e as empresas é ambivalente. Necessitam uns dos outros para crescer, mas olham-se (quase permanentemente) com desconfiança. As empresas alegando que os custos financeiros não se ajustam ao risco que a operação confere, enquanto os Bancos vão*



*encontrando “pontos de interrogação” que justificam os pedidos de garantias e a penalização do preço com o acréscimo do spread ou das comissões” (Alcarva, 2011).*

Uma das questões importantes na relação entre os bancos e as empresas é a confiança recíproca, a qual está diretamente ligada à credibilidade e reputação de ambas as partes.

Uma outra questão na relação entre bancos e empresas é a resultante da quantidade e da qualidade da informação requerida pelos bancos às empresas. Como já se comprovou na revisão de literatura efetuada, existem assimetrias de informação na relação entre empresas e bancos, pelo que, tal como defendido por Diamond (1989), é necessário assegurar a transmissão de informação fidedigna.

Um dos programas que foram lançados pelos organismos públicos para auxiliar as PME a obterem financiamento foi a criação pelo IAPMEI - Agência para a Competitividade e Inovação, I.P. do estatuto PME Excelência.

O estatuto PME Excelência insere-se no programa de segmentação de empresas, que visa conferir notoriedade e otimizar as condições de financiamento e de reforço competitivo ao segmento das PME com perfis de risco superiores, que pelas suas estratégias de crescimento constituem alavancas importantes do desenvolvimento económico de Portugal.

O objetivo deste estatuto é criar condições de maior facilidade no acesso ao crédito, melhorar as condições de financiamento e facilitar a relação com a banca e a administração pública, atendendo a que, tal como referido anteriormente, a reputação das empresas no mercado tem um impacto significativo no acesso às fontes de financiamento externo.

Neste contexto procuramos investigar se as principais conclusões vertidas na literatura sobre a estrutura de capitais e as fontes de financiamento das PME se aplicam a este nicho de empresas.

O presente trabalho tem uma abordagem quantitativa, baseada em hipóteses, focando-se na análise do relacionamento entre várias determinantes (estrutura do ativo, dimensão e risco) da estrutura de capitais, procurando ainda aferir como se comporta o Endividamento Remunerado e a Autonomia Financeira destas empresas face aos requisitos de atribuição do estatuto PME Excelência.

Neste seguimento, define-se como objetivo principal deste estudo a análise das determinantes da estrutura de capital das PME Excelência, a aferição se os requisitos para a atribuição deste estatuto estão alinhados com a evolução da sua estrutura financeira, terminando-se com uma

breve análise se as recentes orientações emanadas pelos decisores públicos poderão ser ajudar na resposta à problemática da necessidade de capital destas empresas.

## **2.2. Caracterização do objeto do estudo**

### **2.2.1. Critérios de atribuição do estatuto PME excelência**

O estatuto PME Excelência criado pelo IAPMEI pretende sinalizar, através de um instrumento de reputação, o mérito de PME com perfis de desempenho superiores.

Esta empresas tendem a ser consideradas empresas com rácios de solidez financeira e de rentabilidade acima da média nacional, as quais têm mantido altos padrões competitivos num contexto particularmente exigente e que estão a conseguir ultrapassar a crise com crescimento, consolidação de resultados, e contributos ativos na criação de riqueza e de emprego das regiões onde se inserem.

Atualmente, o estatuto PME Excelência é atribuído pelo IAPMEI e pelo Turismo de Portugal, I.P. (no caso das empresas do Turismo), em parceria com 11 Bancos a operar em Portugal: Banco BIC, Banco BPI, Banco Popular, Bankinter, Caixa Crédito Agrícola, Caixa Geral de Depósitos, Millennium BCP, Montepio, Novo Banco, Novo Banco dos Açores e Santander Totta.

A seleção das PME Excelência é feita anualmente, a partir do universo das PME Líder.

A atribuição do estatuto PME Líder, para o ano de 2015, teve como base os seguintes critérios<sup>6</sup>:

- a) Empresas que assegurem a condição de PME, de acordo com a Recomendação da Comunidade de 6 de maio de 2003 (2003/361/CE)<sup>7</sup>;
- b) Situação regularizada perante a Administração Fiscal, a Segurança Social, o IAPMEI e o Turismo de Portugal;

---

<sup>6</sup> O Regulamento do estatuto PME Líder 2015 está disponível em (consulta efetuada em 10 de agosto de 2016): <https://www.iapmei.pt/getattachment/PRODUTOS-E-SERVICOS/Qualificacao-Certificacao/PME-Lider/PME-Lider/Regulamento-PME-Lider/Regulamento-PME-Lider-2015-site.pdf.aspx>.

<sup>7</sup> De acordo com a classificação europeia de PME (Recomendação 2003/361/CE), a categoria das micro, pequenas e médias empresas (PME) é constituída por empresas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros.

- c) Foco em PME que prossigam estratégias de crescimento e de reforço da sua base competitiva, selecionadas através da superior capacidade de escrutínio e de uma ampla implantação no território nacional, pelos bancos protocolados;
- d) Perfil de risco posicionado nos mais elevados níveis dos sistemas internos de notação de risco dos bancos protocolados, e cuja uniformização se processa por relações estabilizadas e formalizadas com as entidades do Sistema Nacional de Garantia Mútua (ratings 1, 2, 3, 4 e 5), considerando a probabilidade de *default* das empresas;
- e) Empresas que, para além do superior perfil de rating, tenham pelo menos três exercícios de atividade completos e que apresentem, com contas fechadas de 2014 (entende-se que as contas se encontram encerradas após a aprovação das mesmas em sede de Assembleia), os seguintes requisitos:
  - i. Candidaturas apresentadas ao IAPMEI:
    - Resultado Líquido Positivo em 2014;
    - EBITDA positivo nos dois anos em análise (2014 e 2013);
    - Autonomia Financeira em 2014  $\geq$  30% (Capitais Próprios/Ativo Líquido);
    - Volume de Negócios em 2014  $\geq$  € 1.000.000,00 (considerando-se apenas para o apuamento do Volume de Negócios as vendas e serviços prestados, não foram tidos em conta os subsídios à exploração nem outros rendimentos e ganhos);
    - Número de Trabalhadores da empresa como autónoma em 2014  $\geq$  8.
  - ii. Candidaturas apresentadas ao Turismo de Portugal (empresas com CAE relacionados com a atividade turística):
    - Resultados Líquidos positivos;
    - EBITDA positivo em 2014 e 2013;
    - Autonomia Financeira (Capitais Próprios/Ativo Líquido) igual ou superior a 30%.

O estatuto PME Líder caduca em qualquer momento, por:

- a) Incumprimento de qualquer critério, nomeadamente a degradação do nível de rating protocolado;
- b) Conhecimento de facto que possa pôr em causa a qualidade de desempenho que se pretende associada ao estatuto PME Líder, nomeadamente:
  - i. Registo de processos de insolvência em empresas participadas pelos sócios/acionistas nos últimos 12 meses;

- ii. Conhecimento de incumprimento com instituições financeiras ou resultante de informação da Central de Riscos de Crédito do Banco de Portugal;
- iii. Processos fiscais, judiciais e situações litigiosas, cujas repercussões futuras possam afetar significativamente a situação económico-financeira da empresa ou de avalistas;
- iv. Conhecimento de ocorrência de incidentes, tais como cheques devolvidos, apontes e protestos de letras.

O estatuto PME Excelência 2015 foi atribuído de forma automática pelo IAPMEI e pelo Turismo de Portugal às empresas que, simultaneamente, tivessem estatuto PME Líder 2015 atribuído até 30 de novembro e cumprissem os seguintes critérios adicionais:

a) Critérios IAPMEI:

- i. Rendibilidade do Ativo (Resultados Líquidos/Ativo Líquido)  $\geq 3\%$ ;
- ii. Crescimento do Volume de Negócios face a 2013  $\geq 0\%$ ;
- iii. Autonomia financeira (Capitais Próprios/Ativo)  $\geq 35\%$ ;
- iv. Rendibilidade dos Capitais Próprios (Resultados Líquidos/Capitais Próprios)  $\geq 10\%$ .

b) Critérios Turismo de Portugal:

- i. Cumprir todos os critérios das PME Líder do Turismo (incluindo os licenciamentos);
- ii. Autonomia financeira (Capitais Próprios/Ativo)  $\geq 35\%$ ;
- iii. Cumpram pelo menos um dos seguintes critérios (os estabelecimentos de restauração e bebidas (CAE 561 e 563) têm de cumprir, no mínimo, 2 critérios):
  - Crescimento do Volume de Negócios face a 2013  $\geq 0\%$ ;
  - Rentabilidade dos Capitais Próprios (Resultado Líquido/Capital Próprio)  $\geq 8\%$ ;
  - Rentabilidade do Ativo (Resultado Líquido/Ativo Líquido)  $\geq 3\%$ .

Para atribuição do estatuto PME Excelência 2016<sup>8</sup>, o IAPMEI introduziu algumas alterações aos requisitos económico-financeiros, destacando-se:

a) A introdução dos seguintes rácios relativamente à atribuição do estatuto PME Líder:

- i. Rendibilidade Líquida do Capital Próprio  $\geq 1\%$  (Resultado Líquido/Capital Próprio);

---

<sup>8</sup> O Regulamento do estatuto PME Líder 2016 está disponível em: <https://www.iapmei.pt/PRODUTOS-E-SERVICOS/Qualificacao-Certificacao/PME-Lider/PME-Excelencia/Regulamento-PME-Excelencia.aspx> (consulta efetuada em 01 de outubro de 2016).

- ii. Dívida Financeira Líquida/EBITDA  $\leq 5$ ;
  - iii. EBITDA/Ativo  $\geq 1\%$ ;
  - iv. EBITDA/Volume de Negócios  $\geq 1\%$ .
- b) A reformulação dos critérios cumulativos aos do estatuto PME Líder que passaram a ser os seguintes:
- i. Critérios IAPMEI:
    - Autonomia Financeira em 2015  $\geq 37,5\%$  (Capitais Próprios/Ativo);
    - Rendibilidade Líquida do Capital Próprio  $\geq 12,5\%$  (Resultado Líquido/Capital Próprio);
    - Dívida Financeira Líquida / EBITDA  $\leq 2,5$ ;
    - EBITDA/Ativo  $\geq 10\%$ ;
    - EBITDA/Volume de Negócios  $\geq 7,5\%$ ;
    - VI. Crescimento do Volume de Negócios  $\geq 0\%$ .
  - ii. Critérios Turismo de Portugal:
    - Autonomia Financeira em 2015  $\geq 37,5\%$  (Capitais Próprios/Ativo);
    - Rendibilidade Líquida do Capital Próprio  $\geq 8\%$ , para empresas das divisões 55, 90, 91, 93 e 96 das CAE Turismo e  $\geq 12,5\%$  para as restantes CAE Turismo (Resultado Líquido/Capital Próprio);
    - Dívida Financeira Líquida/ EBITDA  $\leq 3,5$ , para empresas das divisões 55, 90, 91, 93 e 96 das CAE Turismo, e  $\leq 2,5\%$  para as restantes CAE Turismo (Net Debt/EBITDA);
    - EBITDA/Ativo  $\geq 10\%$ ;
    - EBITDA/Volume de Negócios  $\geq 7,5\%$ ;
    - Crescimento do Volume de Negócios  $\geq 0\%$ .

Podemos constatar que, para além de critérios qualitativos relacionados com a sua dimensão, cumprimento das obrigações tributárias estratégia e perfil de risco, a atribuição do estatuto PME Excelência baseia-se maioritariamente no cumprimento de determinados rácios económico financeiros, constituindo uma validação da situação financeira da empresa a qual facilita, entre outros benefícios, o acesso a produtos financeiros em condições mais favoráveis, melhorando a eficiência da relação entre as empresas e os bancos.

### 2.2.2. Breve caracterização das PME Excelência 2015

Segundo dados do IAPMEI<sup>9</sup>, foram distinguidas 1509 pequenas e médias empresas com o estatuto PME Excelência 2015, menos 336 face ao ano anterior.

Segundo o IAPMEI, o número de empresas selecionadas desceu face a 2014, mas o volume de negócios, os resultados líquidos e o volume de exportações subiram, justificando que esta situação se deveu à aplicação de critérios de seleção mais exigentes, por exemplo, para 2015 era exigido um volume de negócios mínimo de € 1.000.000,00, face a um valor superior a € 750.000,00 no ano anterior, e não pela menor solidez e desempenho deste segmento de empresas<sup>10</sup>.

No global, estas empresas geraram um volume de negócios superior a 7,8 mil milhões de euros e foram responsáveis por perto de 57 500 empregos. Exportaram cerca de 2 mil milhões de euros e apresentam autonomias financeiras médias na ordem dos 56%.

Com crescimento dos resultados líquidos perto dos 50%, as empresas viram também aumentar os seus rácios de rendibilidade em 25% para os capitais próprios e 31,5% para as vendas.

Relativamente à distribuição geográfica, 315 PME Excelência vêm do distrito do Porto (20,9%), 259 de Lisboa (17,2%) e 199 (13,2%) de Aveiro. No top 10 das origens destas PME estão ainda os distritos de Braga (192), Leiria (122), Faro (78), Coimbra (58), Setúbal (42), Santarém (41), Viseu (39).

São, na sua maioria, empresas do sector do comércio (538), da indústria (509) e do turismo (169).

Em média, cada uma destas empresas faturou mais de cinco milhões de euros, teve um resultado líquido de 448 mil euros e exportou 1,3 milhões de euros.

Entre os bancos parceiros da iniciativa, o BPI é quem mais PME Excelência tem: 596 empresas. O Novo Banco (348) e o Millennium BCP (226) compõem o top 3 das entidades bancárias com mais PME Excelência.

---

<sup>9</sup> Fonte: IAPMEI - <http://www.iapmei.pt/iapmei-mstplartigo-01.php?temaid=156&msid=6> (consulta efetuada em 20 de agosto de 2016).

<sup>10</sup> Cf. Artigo do Jornal Económico de 10 de fevereiro de 2016: [http://economico.sapo.pt/noticias/a-sua-empresa-e-uma-pme-excelencia\\_242199.html](http://economico.sapo.pt/noticias/a-sua-empresa-e-uma-pme-excelencia_242199.html) (consulta efetuada em 20 de agosto de 2016).

### **2.2.3. Base de dados de suporte ao estudo**

Para realização do estudo empírico, os dados foram obtidos com recurso a fontes de informação secundária. A escolha das fontes de informação secundária relaciona-se com o facto de permitirem economizar recursos, facultar uma gestão mais eficiente do tempo necessário à recolha da informação e possibilitar o acesso a um maior número de observações. Contudo, as fontes de informação secundária apresentam limitações em termos de obtenção de informação de carácter qualitativo.

Embora obrigadas à apresentação de contas anuais, as PME portuguesas não estão obrigadas a auditar as suas demonstrações financeiras, o que poderá conduzir a problemas relacionados com a qualidade e fiabilidade da informação. É frequentemente questionada a relação entre a informação contabilística e a performance económico-financeira que na realidade evidenciam (Levin & Travis, 1987), dada a liberdade de “construção” da contabilidade, raramente auditada ou certificada, não notada externamente (por agências de notação de risco) e com múltiplos esquemas de apresentação de contas, visando geralmente a minimização da carga fiscal, a par com os poucos incentivos existentes para que produzam informação económico-financeira mais representativa da sua realidade.

O objetivo primeiro e fundamental de qualquer organização empresarial é a condução de uma atividade operacional que gere lucros e que seja, portanto, fonte de criação de valor para os seus proprietários. Contudo, no universo das PME os objetivos de ordem fiscal encontram-se no topo das preferências dos gestores, uma vez que o principal objetivo passará pela minimização da “fatura fiscal”, dado que estas empresas, ao contrário das grandes empresas, não apresentam preocupações com o mercado de capitais e por isso a divulgação de lucros elevados é geralmente relegada para segundo plano (Matias, 2009).

As fontes de informação secundária utilizadas no presente estudo referem-se à informação anual da Central de Balanços do sector empresarial português, disponibilizada pelo Banco de Portugal.

A Central de Balanços disponibiliza informação de natureza contabilística, com base nas demonstrações financeiras, e características adicionais, como por exemplo o sector de atividade e a data de início de atividade de cada empresa. A partir de 2006, a Central de Balanços anual passou a ser atualizada através da Informação Empresarial Simplificada (IES), um repositório

anual de informação fiscal e contabilística de empresas legalmente registadas em Portugal, de preenchimento obrigatório, por oposição a inquéritos cuja participação era voluntária.

A IES é o resultado de um projeto conjunto do Ministério das Finanças e da Administração Pública, Ministério da Justiça, Instituto Nacional de Estatística e do Banco de Portugal e consiste num reporte eletrónico de dados contabilísticos, fiscais e estatística diversas que as empresas têm que submeter a estas entidades. Até à entrada em funcionamento da IES, as empresas estavam obrigadas a prestar quatro vezes, em diferentes momentos no tempo e em diferentes formatos, a mesma informação às entidades referidas. A IES permitiu que as empresas passassem a cumprir as quatro obrigações num único momento, por via eletrónica, através da Internet.

Em 2010 ocorreram alterações relevantes que condicionam a análise dos dados. Por um lado, foram introduzidas novas regras contabilísticas. Por outro, o inquérito subjacente à IES foi modificado. Estas alterações exigiram diversos ajustamentos na informação disponível. Deste modo, algumas variáveis devem ser analisadas com particular cuidado, uma vez que foi necessário reconciliar os dois inquéritos e estabelecer uma correspondência entre os dois regimes contabilísticos.

Importa ainda referir que a informação não foi disponibilizada no seu grau máximo de desagregação, o que impediu, por exemplo, a análise detalhada da composição do passivo nomeadamente ao nível da sua maturidade.

Com o objetivo de beneficiar da elevada cobertura do sector empresarial pela IES, procedeu-se à análise da informação relativa às empresas que integram a lista das empresas distinguidas com o estatuto PME Excelência 2015 divulgada pelo IAPMEI<sup>11</sup>, para o período compreendido entre os anos de 2006 e 2014, inclusive.

Do universo das 1509 empresas com o estatuto PME Excelência, 5 empresas não constam da base de dados da Central de Balanços, pelo que a amostra inicial foi constituída por 1504 empresas.

Selecionada a amostra, esta foi submetida a um processo de eliminação que envolveu várias etapas. Começou-se por eliminar as empresas que não dispunham de mais de 4 anos de observações contínuas, e as que não apresentam continuidade temporal nas observações, isto é,

---

<sup>11</sup> Cf. Lista de empresas em anexo.



eliminaram-se as empresas que não apresentavam observações em qualquer um dos anos de 2007 a 2013.

Posteriormente, e após, se inserirem os dados no programa estatístico STATA, procedeu-se à eliminação das observações com valores superiores/inferiores ao percentil 99% e 1% das variáveis em análise, com o objetivo de remover *outliers* da amostra.

O conjunto de dados finais para este estudo incluí 10394 observações referentes a 1449 empresas, o que corresponde a um painel não balanceado para o período de 2006 a 2014.

### **2.3. Definição das variáveis**

As variáveis submetidas aos procedimentos estatísticos foram definidas atendendo aos objetivos do estudo enunciados anteriormente, tomando em consideração o referencial teórico vertido na revisão de literatura, as pesquisas empíricas já realizadas e a disponibilidade de dados.

As variáveis dependentes referem-se à estrutura de capital das empresas, sendo representadas pelos rácios de endividamento remunerado e de autonomia financeira calculados a partir dos dados quantitativos obtidos da Central de Balanço do Banco de Portugal.

As variáveis independentes representam os fatores potencialmente determinantes da estrutura de capital das empresas, quer os recorrentemente investigados pela literatura, quer os utilizados como critérios de atribuição do estatuto PME Excelência. Há diversas formas de essas variáveis serem operacionalizadas, tendo sido adotadas as formas de cálculo frequentemente utilizadas em pesquisas empíricas sobre este tema.

Tomando como base as variáveis definidas, formularam-se as hipóteses de investigação que se apresentam de seguida.

#### **2.3.1. Variáveis dependentes**

No financiamento da sua atividade, as empresas recorrem a capital próprio (capital social, meios libertos gerados pela empresa não distribuídos, prestações acessórias de capital, etc.) e a capital alheio (financiamentos bancários, leasings, empréstimos obrigacionistas, desconto de letras e livranças, crédito comercial, etc.)

Os recursos gerados internamente na empresa são, segundo Brealey e Myers (1998), a principal fonte de financiamento e tendem a possuir uma natureza estável, sendo oriundos quer da atividade da própria empresa, através do autofinanciamento, quer ainda, pelas entradas de capital dos acionistas/sócios.

O rácio de Autonomia Financeira representa a percentagem dos ativos totais da empresa financiados por capitais próprios. Este rácio exprime a solidez financeira da empresa e a sua capacidade para solver os seus compromissos não correntes. Quanto maior o seu valor, menor o peso dos capitais alheios no financiamento dos ativos da empresa e menores os respetivos encargos financeiros (juros de empréstimos obtidos). Este rácio é bastante utilizado por instituições de crédito e outras entidades, para medir o risco de crédito.

Segundo dados do INE (2016), relativamente à estrutura financeira, no ano de 2014<sup>12</sup> as PME portuguesas apresentavam um rácio de autonomia financeira de 29%.

No estudo realizado a variável Autonomia financeira está representada de acordo com a seguinte expressão:

$$AUT\_FIN = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Ativo Total}} \quad (1)$$

O financiamento com recurso a capital alheio, está relacionado com o capital obtido pela empresa através de empréstimos ou créditos, normalmente reembolsados acrescidos da taxa de juro acordada, representando uma estratégia complementar ao financiamento da atividade e dos investimentos da empresa com recurso a capitais próprios que, de outra forma, não seriam realizados por falta de recursos financeiros internos.

Segundo dados do INE (2016) os capitais alheios constituíam, no ano de 2014, 72% dos fundos utilizados para financiamento das atividades das PME, o que denota um elevado grau de dependência destas empresas face ao financiamento externo.

O financiamento externo da empresa poderá ser concretizado sob as formas de crédito bancário, capital de risco aplicado por sociedades de capital de risco ou investidores particulares, crédito comercial, leasing, aluguer de longa duração com opção de compra, factoring, apoios do Estado (subsídios a fundo perdido, empréstimos bonificados, capital de risco), entre outras.

Como foi referido anteriormente, o crédito bancário continua a ser a mais importante fonte de capital alheio das PME.

---

<sup>12</sup> Como a atribuição do estatuto PME Excelência resultou da análise das contas referentes ao exercício económico de 2014, referenciamos, para efeitos comparativos os dados agregados referentes ao mesmo exercício.

Para efeitos do presente estudo foi considerado apenas o passivo remunerado, ou seja, a dívida financeira das PME.

A variável Endividamento Remunerado será representada de acordo com a seguinte expressão:

$$END\_REMUN = \frac{Passivo\ Remunerado}{Ativo\ Total} \quad (2)$$

Atendendo à natureza das variáveis dependentes, esperamos que a generalidade das variáveis independentes se comporte de forma inversa nos modelos de regressão desenvolvidos no estudo empírico.

### 2.3.2. Variáveis independentes

Na definição das variáveis dependentes, começamos por seleccionar alguns dos fatores que têm sido recorrentemente sugeridos pela literatura como potenciais determinantes da estrutura de capital das empresas.

Diversos estudos empíricos defendem que a composição do ativo das empresas determina a escolha da sua estrutura do capital.

A ideia geralmente aceite é que empresas com mais ativos que possam ser usados como garantia têm maior capacidade de endividamento. Quanto maior for a capacidade da empresa em oferecer garantias às quais os investidores atribuam valor real, menores serão as perdas que impõem em caso de insolvência e, conseqüentemente, menor tenderá a ser a taxa de juro exigida (Jorge & Armada, 2001).

O ponto chave, relacionado com o valor que os investidores atribuem para efeitos de garantia, prende-se com o facto de ser mais fácil avaliar um bem tangível do que um bem intangível. Exemplificando, será mais fácil e material avaliar um imóvel do que o *know-how* de uma empresa.

Observando as conclusões das principais correntes teóricas analisadas, a teoria do *trade-off* prevê uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o nível de endividamento das empresas. Segundo esta teoria, as empresas com maior valor de ativos fixos tangíveis conseguem obter empréstimos com maior facilidade porque os ativos tangíveis fixos das empresas servem como garantia minimizando-se, desta forma, os riscos de insolvência para os credores.

Segundo a teoria da agência, os credores preferem emprestar às empresas que detenham ativos tangíveis, atendendo a que a existência de ativos que possam ser utilizados como garantia aumenta a probabilidade de emissão de dívida, reduzindo significativamente os custos relacionados com a vigilância e controlo desta. Assim, é esperada uma relação positiva entre a composição do ativo e o nível de endividamento, uma vez que quanto maiores forem as garantias oferecidas, menor serão as assimetrias de informação e o risco de incumprimento.

Também de acordo com teoria da *pecking order* é esperada uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o nível de endividamento das empresas, assumindo-se que quanto maior a tangibilidade dos ativos fixos, menor a assimetria da informação, sendo expectável que o valor da garantia esteja positivamente relacionado com o rácio do endividamento.

É pacificamente aceite pela generalidade da literatura que empresas com uma maior tangibilidade na composição do seu ativo tenderão a ter um maior rácio de endividamento, na medida em que maiores garantias oferecidas geram maior capacidade de endividamento.

Considerado a maior representatividade dos ativos tangíveis na estrutura dos ativos das PME portuguesas, esperamos que relativamente à Autonomia Financeira, esta variável se relacione de forma inversa, ou seja quanto maior a tangibilidade do ativo maior a propensão para as empresas recorrerem ao financiamento externo, logo menor o peso dos capitais próprios.

Para cálculo da variável Tangibilidade do Ativo, utilizámos o rácio representado pela expressão,

$$TANG\_ATIVO = \frac{\text{Ativo Fixo Tangível}}{\text{Ativo Total}} \quad (3)$$

para testar as seguintes hipóteses:

**Hipótese 1A:** Existe uma relação negativa entre a Tangibilidade dos Ativos e o rácio de Autonomia Financeira das PME Excelência.

**Hipótese 1B:** Existe uma relação positiva entre a Tangibilidade dos Ativos e o rácio de Endividamento Remunerado das PME Excelência.

A dimensão das empresas tem sido um dos atributos mais citados na literatura. Tal como a composição do ativo, a dimensão das empresas é frequentemente relacionada aos problemas de assimetria de informação e risco de crédito. Os credores tendem a considerar que as empresas de maior dimensão são mais transparentes e têm menor risco de crédito.

A teoria do *trade-off* refere a dimensão da empresa como um determinante da estrutura de capital, argumentando que uma maior dimensão da empresa permite reduzir os custos de falência, facilitando o acesso ao financiamento, com custos relativamente inferiores.

Titman e Wessels (1988) defenderam que dimensão da empresa é um fator determinante na estrutura de capital. Quanto maior for a dimensão da empresa, menores os custos de falência e, conseqüentemente, mais fácil o acesso ao mercado de capital e ao mercado de crédito. Como os custos fixos de falência têm um peso menor no valor das empresas de maior dimensão, menores serão os seus custos de endividamento.

De acordo com a teoria da agência, a dimensão atenua os problemas de assimetria de informação entre os gestores/proprietários e os credores, o que permite um acesso facilitado ao endividamento (Myers, 1984).

Segundo a teoria da *pecking order*, as grandes empresas geralmente disponibilizam mais informação, atenuando os problemas de assimetria de informação entre os diversos agentes económicos. Adicionalmente, as empresas ao possuírem uma maior dimensão podem aumentar o seu nível de endividamento, beneficiando dos benefícios fiscais associados à dedutibilidade dos juros a dívida para efeitos fiscais, pois existe uma menor probabilidade de falência.

O recurso ao endividamento torna-se mais fácil para as empresas de maior dimensão, atendendo a que estas possuem uma estrutura que lhes permite incorrer em custos de incumprimento da dívida. A dimensão e a assimetria de informação estão intimamente ligadas, sendo que a assimetria de informação é menor para as grandes empresas, uma vez que têm informação contabilística pública, permitindo redução de problemas de assimetria de informação (Rajan & Zingales, 1995).

A maioria da evidência empírica sustenta a relação positiva entre a dimensão das empresas e o seu nível de endividamento, existindo, no entanto, autores que, por outro lado, defendem a existência de uma relação negativa entre a dimensão e o endividamento.

Rocha (2000) argumenta que as pequenas empresas, ou mesmo microempresas, por estarem numa fase inicial do ciclo de vida, onde os recursos não são abundantes e existem grandes dificuldades de angariar capitais próprios internos, veem no capital alheio (na sua grande maioria crédito bancário) a sua única hipótese de obter os recursos necessários para a prossecução dos seus objetivos. À medida que a empresa cresce aumenta também a sua capacidade de autofinanciamento implicando uma diminuição da dependência do capital alheio.

Outra relação negativa descoberta entre a dimensão e o endividamento de curto prazo, pode ser encontrada no estudo de Titman e Wessels (1988), observando os autores que as pequenas empresas tendem a usar significativamente mais dívida de curto prazo, em comparação com as grandes empresas.

Têm sido vários os indicadores utilizados na literatura para o estudo do fator dimensão. Face aos dados disponíveis e aos requisitos para a atribuição do estatuto PME Excelência, optou-se por estudar o indicador dimensão através de duas vertentes: a Dimensão do Ativo e a Dimensão do Volume de Negócios

Para o estudo do efeito da dimensão do ativo, iremos utilizar o logaritmo do ativo total líquido, à semelhança do efetuado por Vieira e Novo (2010) e Antão e Bonfim (2009),

$$DIM\_ATIVO = \text{Log Ativo Total} \quad (4)$$

para testar as seguintes hipóteses:

**Hipótese 2A:** Existe uma relação negativa entre a Dimensão dos Ativos e o rácio de Autonomia Financeira das PME Excelência.

**Hipótese 2B:** Existe uma relação positiva entre a Dimensão dos Ativos e o rácio de Endividamento Remunerado das PME Excelência.

Relativamente ao estudo do efeito da dimensão do Volume de Negócios, para a operacionalização deste atributo iremos utilizar o logaritmo do Volume de Negócios, também utilizado por Titman (1988) e Rajan e Zingales (1995),

$$DIM\_VN = \text{Log Volume de Negócios} \quad (5)$$

para testar as seguintes hipóteses:

**Hipótese 3A:** Existe uma relação negativa entre a Dimensão do Volume de Negócios e o rácio de Autonomia Financeira das PME Excelência.

**Hipótese 3B:** Existe uma relação positiva entre a Dimensão do Volume de Negócios e o rácio de Endividamento Remunerado das PME Excelência.

De um modo geral, o risco de negócio de uma empresa está associado ao grau de incerteza relativamente ao seu futuro, nomeadamente, à capacidade da empresa gerar resultados positivos, à capacidade de fazer face às suas necessidades de financiamento e de gerar os recursos que garantam o cumprimento do serviço da dívida, entre outras questões.

A variável risco de negócio tem causado alguma controvérsia nos diversos estudos empíricos realizados. Verifica-se a existência de divergências quanto à relação entre a variável Risco de Negócio e o endividamento, muito devido à complexidade e diversidade de definição deste indicador. A título exemplificativo, Myers (1984) demonstrou uma relação negativa, Vieira e Novo (2010) demonstraram uma relação positiva, enquanto que os resultados de Serrasqueiro e Nunes (2008) não apresentaram resultados estatisticamente significativos.

A teoria do custo de agência defende que o risco de negócio tem influência na estrutura de capital das empresas. As empresas cujos negócios mostram elevado risco terão maior probabilidade dos seus fluxos de caixa serem insuficientes para cumprir as obrigações com os credores e, conseqüentemente, tendem a endividar-se menos.

Um maior nível de risco traduz-se na maior dificuldade de obtenção de crédito, já que as entidades credoras, antecipando os custos de insolvência financeira, impõem condições contratuais mais restritivas e menos favoráveis no acesso ao financiamento pelas PME (Serrasqueiro & Nunes, 2008).

As PME são normalmente empresas que atuam em mercados pouco concentrados e por isso enfrentam uma concorrência elevada estando sujeitas, por este motivo, a um nível de risco operacional mais elevado e uma probabilidade de falência maior. Conseqüentemente, e devido ao elevado risco e probabilidade de falência, as PME tendem a diminuir o seu nível de endividamento.

Para estudo da variável Risco de Negócio, utilizámos o grau económico de alavanca representado pela expressão *infra*, atendendo a que quanto maior for o grau económico de alavanca, mais elevado será o risco económico, uma vez que os resultados da empresa serão mais sensíveis a pequenas diminuições do volume de vendas.

$$RISCO\_NEG = Grau\ económico\ de\ alavanca = \frac{Margem\ Bruta}{Resultado\ de\ Exploração^{13}} \quad (6)$$

Para testar esta variável, formulámos as seguintes hipóteses:

**Hipótese 4A:** Existe uma relação positiva entre o Risco de Negócio e o Rácio de Autonomia financeira das PME Excelência, em virtude de que negócios mais arriscados necessitam de maior capital dos acionistas.

---

<sup>13</sup> No presente estudo, atendendo à estrutura dos dados disponibilizados para a realização do estudo empírico, foi considerado por simplificação o EBIT.

**Hipótese 4B:** Existe uma relação negativa entre o Risco de Negócio e o rácio de Endividamento Remunerado das PME Excelência.

As teorias sobre a estrutura de capital, pressupõem a existência de mercados eficientes e o livre acesso aos mercados de capitais (acionista e obrigacionista), o que não acontece para a generalidade das PME portuguesas, as quais estão quase exclusivamente dependentes do financiamento de um número restrito de acionistas e do financiamento bancário (Correia, 2014).

Assim, em complemento às principais determinantes da estrutura de capital estudadas na literatura, procurámos testar e interpretar a relação dos principais indicadores relacionados com a estrutura de capital que constituem requisitos de atribuição do estatuto PME Excelência.

Os requisitos de atribuição do estatuto PME Excelência estão diretamente associados à avaliação da situação económico-financeira das empresas.

Existem vários métodos, por vezes complementares, de proceder à avaliação económico-financeira das empresas, tendo o IAPMEI adotado o denominado método dos rácios, que se baseia no cálculo de vários tipos de rácios ou indicadores suportados em valores de rubricas dos principais mapas contabilísticos (balanço, demonstração de resultados, etc.).

Relativamente à rentabilidade das empresas, os requisitos de atribuição do estatuto PME Excelência, contemplam, quer a Rentabilidade Líquida do Capital Próprio (ROE), quer a Rentabilidade Líquida do Ativo (ROA).

O ROE é um indicador económico, que mede a capacidade dos capitais próprios da empresa em gerar retorno financeiro, permitindo obter indicações da forma (grau de eficiência) como os investimentos dos detentores de capital de uma empresa estão a ser geridos.

A ROA é um indicador de rentabilidade utilizado nas análises económicas e financeiras das empresas e que procura avaliar a eficiência e capacidade de gestão dos ativos detidos pela empresa em termos de produção de resultados financeiros. Trata-se de um rácio de avaliação do desempenho dos capitais totais investidos na empresa, independentemente da sua origem (próprios ou alheios).

Atendendo a que estes rácios são substitutos quase perfeitos, e, por esse motivo, quando testados em simultâneo o ROE não apresenta significância estatística, considerámos apenas o ROA, cujo valor foi calculado recorrendo à seguinte expressão:

$$ROA = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Ativo Total}} \quad (7)$$



Quanto maior o valor da ROA, melhor será a performance da empresa na utilização dos seus ativos. Da análise da expressão infere-se que se, por exemplo, o seu valor for de 0,1, isto significa que cada euro de ativo líquido detido pela empresa origina 10 cêntimos de resultados líquidos. Um resultado elevado significa que os ativos da empresa têm elevada capacidade para gerarem retorno financeiro.

Tratando-se de um indicador que mede a eficácia das medidas de gestão na utilização dos seus ativos é muito utilizada para avaliar a possibilidade de concessão de financiamento.

Assim, utilizámos a ROA para testar as seguintes hipóteses:

**Hipótese 5A:** Existe uma relação positiva entre o rácio de Rendibilidade Líquida do Ativo e o rácio de Autonomia Financeira das PME Excelência, atendendo a que gerando o ativo maiores resultados, os mesmos terão tendência a ser retidos, atendendo a que a literatura refere que as PME têm tendência para se autofinanciarem através dos meios libertados pela sua atividade.

**Hipótese 5B:** Existe uma relação negativa entre o rácio de Rendibilidade Líquida do Ativo e o rácio de Endividamento Remunerado das PME Excelência, por contraposição das razões inversas às invocadas na hipótese anterior.

Em 2016, o IAPMEI aumentou a exigência na atribuição dos requisitos, passando a considerar o EBITDA<sup>14</sup>, pelo que se considerou pertinente validar o impacto dos rácios que passaram a integrar os requisitos de atribuição do estatuto PME Excelência.

O rácio Dívida Financeira Líquida/EBITDA reflete a capacidade da empresa em cumprir com as suas responsabilidades financeiras, tomando em consideração os seus resultados operacionais.

É uma métrica comumente utilizada na avaliação das empresas, pois permite avaliar a sua liquidez e saúde financeira pelos credores e agências de rating na avaliação do risco de incumprimento.

O rácio mostra quantos anos são necessários para liquidar toda a dívida (mantendo-se a dívida financeira líquida e o EBITDA inalterados).

O cálculo desta variável é efetuado de acordo com a seguinte expressão:

---

<sup>14</sup> O ROA também passou a ser calculado recorrendo ao EBITDA, substituindo o Resultado líquido.

$$DIV\_EBITDA = \frac{Dívida Financeira Líquida^{15}}{EBITDA} \quad (8)$$

O principal objetivo deste rácio é refletir o dinheiro disponível para a empresa pagar a suas dívidas. O facto de a dívida financeira líquida englobar a rubrica de caixa e seus equivalentes permite ter uma noção mais realista da situação económico-financeira da empresa.

Um valor reduzido neste rácio é um indicador positivo, e significa que a empresa tem recursos suficientes para satisfazer as suas obrigações financeiras à medida que estas se vençam. Um valor elevado significa que a empresa está fortemente alavancada o que eleva o risco de incumprimento das suas obrigações financeiras.

Atendendo ao referido formulámos as seguintes hipóteses:

**Hipótese 6A:** Existe uma relação negativa entre o rácio Dívida Financeira Líquida/EBITDA e o rácio de Autonomia Financeira das PME Excelência.

**Hipótese 6B:** Existe uma relação positiva entre o rácio Dívida Financeira Líquida/EBITDA e o rácio de Endividamento Remunerado das PME Excelência.

O EBITDA em percentagem do volume de negócios, também denominada margem EBITDA, é uma medida da rentabilidade da empresa, que mede a capacidade da empresa em gerar fluxos de caixa (*cash-flows*) a partir da atividade operacional. Este rácio demonstra a percentagem de receitas remanescente, depois de deduzidas as suas despesas operacionais, ou seja, representa a margem de lucro operacional da empresa.

O cálculo desta variável é efetuado de acordo com a seguinte expressão:

$$EBITDA\_VN = \frac{EBITDA}{\text{Volume de Negócios}} \quad (9)$$

Um valor elevado neste rácio indica que a empresa tem um maior lucro operacional, ou seja, as suas despesas operacionais são menores face à receita total, o que comprova a rentabilidade da operação, identificando-se as empresas mais eficientes dentro de um determinado segmento de mercado.

Considerando este rácio, formulámos as seguintes hipóteses:

---

<sup>15</sup> Atendendo à natureza dos dados disponibilizados e por simplificação adota-se a fórmula simplificada constante do Regulamento dos estatutos PME Líder e PME Excelência 2016 para o cálculo da Dívida Financeira Líquida (Financiamentos Obtidos - Caixa, Depósitos e Ativos financeiros).

**Hipótese 7A:** Existe uma relação positiva entre o rácio EBITDA em percentagem do volume de negócios e o rácio de Autonomia Financeira das PME Excelência.

**Hipótese 7B:** Existe uma relação negativa entre o rácio EBITDA em percentagem do volume de negócios e o rácio de Endividamento Remunerado das PME Excelência.

## 2.4. Abordagem econométrica

Identificadas as variáveis, testámos duas regressões definidas pelas seguintes expressões:

$$AUT\_FIN = \alpha + \beta_k X_{ki,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

$$END\_REMUN = \alpha + \beta_k X_{ki,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

onde  $i$  identifica as empresas observadas,  $t-1$  corresponde ao instante temporal,  $\alpha$  é a constante,  $\beta_k$  são os coeficientes,  $X_{ki,t-1}$  são as variáveis e  $\varepsilon_{i,t}$  representam os resíduos do modelo.

Decidimos utilizar variáveis desfasadas no tempo (um ano) atendendo a que as componentes que podem influenciar as decisões de financiamento e consequentemente a estrutura de capital são avaliadas em função da apreciação feita aos indicadores do período histórico. Concretamente na amostra estudada, o estatuto PME Excelência é atribuído com base nos valores contabilísticos do ano anterior, assim como qualquer avaliação de risco realizada para efeitos de atribuição de financiamentos ou de suporte a decisões de investimento.

Após a seleção e tratamento da base de dados utilizou-se o software econométrico STATA v13.0 para as necessárias análises de regressão.

Os dados analisados são dados em painel ou longitudinais na medida em que os dados têm duas dimensões: uma seccional em que em cada ano existem várias empresas diferentes e outra dimensão que é temporal em que a mesma empresa é avaliada ao longo de vários anos.

Considerando a organização de dados em painel, avaliámos em primeiro lugar qual dos seguintes modelos para construção dos modelos de regressão iríamos utilizar: o modelo dos efeitos fixos ou o modelo dos efeitos aleatórios.

Para a seleção do modelo mais adequado utilizámos o teste de Hausman. Este teste considera na hipótese nula que o modelo preferido é o método de efeitos aleatórios, contra a hipótese alternativa de que o método de efeitos fixos é o adequado para estimar os coeficientes de regressão.

Analisando os resultados do teste de Hausman<sup>16</sup>, constatamos que se rejeita a hipótese nula de ausência de correlação entre os efeitos individuais não observáveis e as variáveis independentes. Assim, a forma mais correta de proceder á estimação da relação entre a autonomia financeira e o endividamento remunerado das PME Excelência e as variáveis independentes é através do modelo de painel de efeitos fixos.

Para controlar a presença de heterocedasticidade e autocorrelação ajustaram-se as estimações dos erros padrão de modo que sejam consistentes na presença de heterocedasticidade e a dependência dos resíduos. No *software* estatístico esta correção foi obtida selecionando a opção `vce(robust)`.

### **3. Resultados**

Nesta secção, apresentamos os resultados empíricos respeitantes aos testes das hipóteses formuladas.

Numa primeira fase, apresentamos as estatísticas descritivas e a matriz de correlações entre as variáveis independentes.

Seguidamente, vamos apresentar os resultados estatísticos obtidos dos modelos de regressão elaborados.

#### **3.1. Análise estatística descritiva**

Nesta secção são apresentadas algumas estatísticas descritivas sobre a estrutura de capital e composição do passivo das PME Excelência, analisada a amostra total.

A Tabela 1 apresenta algumas estatísticas descritivas sobre a estrutura de capital e a decomposição do passivo das empresas incluídas no estudo.

Em termos agregados observamos uma tendência, no período analisado, para o reforço do peso dos capitais próprios na estrutura de capital das PME Excelência, o que parece estar alinhado com a literatura.

---

<sup>16</sup> Os resultados obtidos são disponibilizados em anexo.

**Tabela 1 - Estrutura de capital e financiamento das PME Excelência**

ANO	POSIÇÃO RELATIVA FACE AO ATIVO			DECOMPOSIÇÃO DA DO PASSIVO (% do PASSIVO TOTAL)		
	CAPITAL PRÓPRIO	PASSIVO TOTAL	DÍVIDA FINANCEIRA	DÍVIDA FINANCEIRA	CRÉDITO COMERCIAL	RESTANTE PASSIVO
2006	0,356	0,64	0,122	0,188	0,357	0,456
2007	0,392	0,608	0,113	0,177	0,356	0,467
2008	0,414	0,586	0,119	0,189	0,340	0,470
2009	0,431	0,569	0,136	0,223	0,327	0,450
2010	0,448	0,552	0,229	0,391	0,333	0,275
2011	0,473	0,527	0,206	0,367	0,339	0,294
2012	0,499	0,501	0,184	0,342	0,347	0,311
2013	0,525	0,475	0,164	0,318	0,358	0,324
2014	0,569	0,431	0,149	0,315	0,346	0,338
<i>% Observações com valores positivos</i>	<i>0,99</i>	<i>1,00</i>	<i>0,84</i>	<i>0,84</i>	<i>0,98</i>	<i>1,00</i>

**Fonte:** Elaboração própria.

**Nota:** Médias ponderadas dos valores agregados.

Decompondo os valores do Capital Próprio e avaliando a evolução temporal do peso relativo das rubricas (Tabela 2), poder-se-á inferir que as empresas têm privilegiado o autofinanciamento através da retenção dos lucros, tal como concluiu Serrasqueiro (2003).

**Tabela 2 -Peso Relativo das Rubricas de Capital Próprio**

ANO	CAPITAL REALIZADO	RESERVAS E RESULTADOS TRANSITADOS	OUTRAS RUBRICAS DO CAPITAL PRÓPRIO
2006	0,312	0,486	0,202
2007	0,294	0,487	0,219
2008	0,280	0,519	0,201
2009	0,263	0,536	0,202
2010	0,238	0,487	0,275
2011	0,228	0,526	0,246
2012	0,215	0,553	0,231
2013	0,195	0,550	0,256
2014	0,173	0,542	0,285

**Fonte:** Elaboração própria.

**Notas:** Todas as variáveis estão apresentadas como percentagem do total do Capital Próprio. Médias ponderadas dos valores agregados.

Para efeitos do presente estudo, atendendo á estrutura de dados<sup>17</sup> disponibilizada e ao facto de, tal como referido por Barbosa e Pinho (2016), nas empresas portuguesas a dívida financeira

<sup>17</sup> Atendendo a que a estrutura de dados disponibilizada apresentava em SNC (dado a partir de 2010), apenas os agregados Passivo corrente e não corrente - Financiamentos obtidos, não desagregando os valores correspondentes

corresponder essencialmente a crédito bancário, representando os títulos de dívida apenas uma pequena parcela deste tipo de dívida, atendendo a que o acesso ao mercado de dívida não está acessível a grande parte destas empresas, não fizemos a decomposição da mesma.

Em termo do peso da dívida financeira, verificámos que, em 2014, esta representa cerca de 15% do valor do ativo, o que está em linha com o defendido na literatura. Em termos de evolução temporal vimos que esta variável amentou o seu peso até 2010, assistindo-se a partir dessa data a uma tendência de diminuição do seu peso. Esta inversão no comportamento do peso da dívida remunerada poderá estar associada ao fenómeno do racionamento de crédito provocado pela recente crise financeira.

No que diz respeito à decomposição do passivo total da amostra, observámos que o crédito comercial apresenta um peso superior ao da dívida financeira, se bem que em 2014 as suas posições relativas face ao passivo total quase que se equivalem. Em termos de evolução temporal, verificamos que a dívida financeira aumentou bastante a sua importância, chegando a superar nos anos de 2010 e 2011 o peso do crédito comercial, observa-se, no entanto, um decréscimo do peso da dívida financeira pós 2010, um comportamento que segue o observado com a evolução do seu peso face ao ativo. Verificamos ainda que uma parte das empresas não recorre a dívida financeira (cerca de 16%).

Na Tabela 3 serão apresentadas as estatísticas descritivas de todas as variáveis consideradas no estudo. Os indicadores estatísticos utilizados são a Média, o Desvio padrão (D.P.), o Mínimo (MIN), o Percentil 25 (P25), a Mediana, o Percentil 75 (P75) e o Máximo (MAX), quantificando-se ainda as observações (OBS) referentes a cada indicador.

**Tabela 3 - Estatísticas descritivas das empresas PME Excelência**

VARIÁVEL	OBS	MÉDIA	D.P.	MIN	P25	MEDIANA	P75	MAX
AUT_FIN	12950	0,4590614	0,2983968	-16,98876	0,3261677	0,447445	0,5989335	1,240782
END_REMUN	12950	0,1590186	0,1562685	0	0,0205547	0,1215689	0,2558998	1,679776
TANG_ATIVO	12950	0,2806385	0,2089683	0	0,1137748	0,2368949	0,4046475	1,067619
DIM_ATIVO	12950	14,31651	1,127881	-4,60517	1361074	14,22897	15,0244	18,63094
DIM_VN	12903	14,63323	1,044428	2,979603	14,00092	14,54718	15,27466	18,48834
RISCO_NEG	12946	3,59829	621,4895	-62414,85	3,4467	6,074662	12,03675	9772,442
ROA	12950	0,071943	0,2046646	-17,83318	0,0249603	0,0612496	0,1093814	1,348589
DIV_EBITDA	12946	0,4024261	27,37926	-1924,801	-0,659209	0,0256434	0,9281473	2032,222
EBITDA_VN	12903	0,1210772	6,631713	-745,8206	0,0803541	0,1423814	0,2484207	9,526317

Fonte: Elaboração própria.

aos títulos de dívida, optamos, por simplificação por incluir esta variável na série relativa à dívida financeira dos anos anteriores a 2010.

Da análise dos resultados apresentados na Tabela 3, verificamos que a média da Autonomia Financeira (AUT\_FIN) regista um valor de 45,9%, por sua vez a média do Endividamento Remunerado (END\_REMUN) um valor de 15,9% no período de tempo em análise (2006 a 2014).

Relativamente à autonomia financeira média da amostra, os resultados apurados comprovam que todas as empresas cumprem, e de forma folgada, o requisito fixado para a atribuição do estatuto PME Excelência em 2015 (autonomia financeira  $\geq 35\%$ ), parecendo que se pode esperar, atendendo à pouca volatilidade desta variável, que não terão dificuldades em cumprir o novo limiar fixado para a atribuição deste estatuto em 2016 ( $\geq 37,5\%$ ).

Os resultados observados relativamente ao Endividamento Remunerado estão bastante próximos dos observados por Barbosa e Pinho (2016) no seu estudo sobre o financiamento das empresas portuguesas. Desagregando os valores por dimensão de empresas, estes autores observaram um rácio de crédito bancário sobre o ativo total de 14% para micro, 17% para pequenas e 19% para médias empresas. Esta variável apresenta, no entanto, uma maior volatilidade, aproximando-se o desvio padrão da média da amostra.

Em termos agregados, observámos que as variáveis explicativas associadas aos critérios de atribuição do estatuto PME Excelência têm maior volatilidade.

A variável que quantifica o Risco de Negócio apresenta grandes variações, à semelhança dos resultados obtidos por Serrasqueiro e Nunes (2008) no seu estudo sobre PME portuguesas, enquanto que as restantes variáveis explicativas associadas à literatura (TANG\_ATIVO, DIM\_ATIVO DIM\_VN), apresentam um desvio padrão inferior à sua média sendo, por isso, pouco voláteis.

A volatilidade das variáveis que representam os requisitos associados à atribuição do estatuto PME Excelência (ROA, DIV\_EBITDA, EBITDA\_VN) é elevada, apresentando estas um valor do desvio padrão superior à sua média.

De seguida, continuamos a análise estatística descritiva com a apresentação dos valores médios de cada uma das variáveis investigadas para cada ano do período em análise.

Analisando a evolução temporal das variáveis a considerar no modelo econométrico, observamos que as PME Excelência têm aumentado o seu rácio de Autonomia Financeira de forma consistente, apresentando em 2014 um valor bastante superior (57,1%) ao calculado pelo INE (2016) para a generalidade das PME portuguesas (29%).

**Tabela 4 - Valores médios anuais relativos às empresas PME Excelência**

ANO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
AUT_FIN	0,356	0,392	0,414	0,431	0,451	0,477	0,503	0,529	0,571
END_REMUN	0,122	0,114	0,119	0,136	0,230	0,206	0,185	0,165	0,149
TANG_ATIVO	0,295	0,288	0,292	0,283	0,288	0,284	0,273	0,266	0,256
DIM_ATIVO	13,939	14,081	14,158	14,227	14,351	14,403	14,439	14,551	14,667
DIM_VN	14,290	14,440	14,518	14,493	14,641	14,716	14,735	14,846	14,987
RISCO_NEG	9,638	8,778	8,914	7,952	-6,164	16,067	13,703	-32,394	6,673
ROA	0,036	0,069	0,065	0,067	0,073	0,066	0,061	0,087	0,120
Div_EBITDA	1,934	0,067	0,898	0,196	1,497	0,410	-1,023	-0,069	-0,204
EBITDA_VN	-0,397	0,268	0,264	0,241	0,130	0,129	0,122	0,142	0,167

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Médias ponderadas dos valores agregados.

O rácio de Endividamento Remunerado, depois de apresentar uma tendência de subida até 2010, está em diminuição desde esse ano, representando em 2014 14,9% do valor do ativo. Esta inversão no comportamento do peso da dívida remunerada poderá estar associada ao fenómeno do racionamento de crédito provocado pela recente crise financeira, assistindo-se, como observado pelo Banco de Portugal (Estudos da Central de Balanços, 2015, p. 27) a uma diminuição na concessão de empréstimos bancários por parte das instituições de crédito<sup>18</sup>. Estas restrições de financiamento acabaram por afetar também as PME portuguesas (Farinha & Félix, 2014).

As variáveis TANG\_ATIVO, DIM\_ATIVO e DIM\_VN mantiveram-se estáveis durante todo o período em análise, não apresentando variações significativas.

No que respeita à variável RISCO\_NEG, observa-se uma grande oscilação de valores, o mesmo acontecendo para os valores respeitantes à variável Div\_EBITDA.

A ROA e o rácio EBITDA\_VN apresentam uma subida bastante positiva no período analisado. As PME Excelência apresentam em 2014 uma rentabilidade operacional (EBITDA\_VN) de aproximadamente 17%, bastante superior ao observado pelo Banco de Portugal (Estudos da Central de Balanços, 2015, p. 20) para a generalidade das PME portuguesas (9%).

A Tabela 5 apresenta os coeficientes de correlação de Pearson entre as independentes (explicativas), apresentando igualmente o nível de significância estatística. A análise realizada

<sup>18</sup> Segundo o Banco de Portugal, os empréstimos concedidos pelas instituições de crédito residentes às sociedades não financeiras representavam no final de junho de 2015, apenas 77% do valor observado no final de 2010 (Estudos da Central de Balanços, 2015).



às correlações tem como objetivo verificar o nível de correlação que existe entre as variáveis independentes.

**Tabela 5 - Matriz de Correlação de Pearson para as variáveis independentes**

ANO	TANG_ATIVO	DIM_ATIVO	DIM_VN	RISCO_NEG	ROA	Div_EBITDA	EBITDA_VN
TANG_ATIVO	1,0000						
DIM_ATIVO	0,0226 **	1,0000					
DIM_VN	-0,1428 ***	0,8239 ***	1,0000				
RISCO_NEG	0,0051	-0,0066	-0,0047	1,0000			
ROA	-0,0562 ***	0,0830 ***	0,1310 ***	0,0026	1,0000		
Div_EBITDA	0,0150 *	0,0133	0,0074	-0,0013	-0,0092	1,0000	
EBITDA_VN	0,0015	0,0568 ***	0,1074 ***	0,0003	0,1812 ***	0,0005	1,0000

Fonte: Elaboração própria.

Nota: \*\*\*, \*\*, \* representam relações estatisticamente significativas para um nível de significância de 1%; 5% e 10%, respetivamente.

Os valores de correlação são na generalidade baixos, observando-se apenas uma correlação elevada entre as variáveis DIM\_ATIVO e DIM\_VN (0,8239).

A existência de uma relação linear entre algumas ou todas as variáveis independentes de um modelo de regressão representa um problema comum em modelos de regressões, sendo denominado como efeito de multicolinearidade. Gujarati e Porter sugerem que a multicolinearidade pode ser um problema grave se os coeficientes de correlação excederem o valor de 0,8 (Gujarati & Porter, 2009, p. 337). Para contornar a questão associada ao efeito de multicolinearidade, atendendo que estas duas variáveis estão associadas à dimensão das empresas, optamos por desconsiderar a variável DIM\_VN nos modelos de regressões cujos resultados serão analisados na secção seguinte.

### 3.2. Modelos de regressão

Os resultados dos dois modelos de regressão elaborados estão apresentados na Tabela 6.

Vamos analisar os resultados ao nível de significância de 5%. Na Tabela 6 são ainda apresentados os resultados do teste F. Dado que esta estatística é significativa em ambos os modelos, rejeitamos a hipótese nula. Deste modo, existem em ambos os modelos, coeficientes de fatores que são significativamente diferentes de zero.

**Tabela 6 - Resultados dos modelos de regressão**

AUTONOMIA FINANCEIRA				ENDIVIDAMENTO REMUNERADO			
Variável	Sinal esperado	Coefficiente	D.P.	Variável	Sinal esperado	Coefficiente	D.P.
CONSTANTE		-0,662248 ***	0,086065	CONSTANTE		-0,709682 ***	0,069484
TANG_ATIVO	-	-0,059582 ***	0,020487	TANG_ATIVO	+	0,052136 ***	0,018603
DIM_ATIVO	-	0,080209 ***	0,005964	DIM_ATIVO	+	0,060996 ***	0,004852
RISCO_NEG	+	0,000003 ***	0,000000	RISCO_NEG	-	-0,000002 ***	0,000001
ROA	+	0,624752 ***	0,047442	ROA	-	-0,166992 ***	0,031233
DIV_EBITDA	-	-0,000060	0,000054	DIV_EBITDA	+	0,000036	0,000072
EBITDA_VN	+	-0,180368 ***	0,033211	EBITDA_VN	-	-0,010782	0,013562
R <sup>2</sup>		0,1918		R		0,0588	
Teste F			0,000	Teste F			0,000
N.º Empresas			1449	N.º Empresas			1449
N.º de Obser.			10394	N.º de Obser.			10394

Fonte: Elaboração própria.

Nota: \*\*\*, \*\*, \* representam relações estatisticamente significativas para um nível de significância de 1%; 5% e 10%, respetivamente.

A Hipótese 1 pressupõe que a variável Tangibilidade dos Ativos apresente uma relação negativa com o rácio de Autonomia Financeira (A) e uma relação positiva com o rácio de Endividamento Remunerado (B) das PME Excelência.

Os resultados empíricos obtidos confirmam as relações esperadas, para um nível de significância de 1%.

Os resultados obtidos parecem indicar que a estrutura do ativo, mais especificamente a tangibilidade dos ativos, tem um efeito positivo no endividamento da empresa. Uma maior proporção de ativos tangíveis no balanço da empresa, poderá corresponder a um maior nível de dívida. Estes resultados estão de acordo com os obtidos por Jorge e Armada (2001) Sogorb-Mira (2005), Serrasqueiro et al. (2011) e Barbosa e Pinho (2016), p.e., que verificaram que as PME utilizam os seus ativos tangíveis como garantia da dívida, contribuindo para a diminuição dos custos de agência e de falência, concluindo-se que quanto maior a proporção de ativos tangíveis maior será a sua capacidade de alavancagem.

Desta forma, observámos que rácio de Endividamento Remunerado aumenta com o aumento da tangibilidade dos ativos da empresa diminuindo, por contraposição, o rácio de Autonomia Financeira uma vez que parece que o aumento dos ativos será realizado recorrendo tendencialmente a financiamento com capitais alheios.

Com a Hipótese 2 esperava-se que a variável Dimensão dos Ativos apresentasse uma relação negativa com o rácio de Autonomia Financeira (A) e uma relação positiva com o rácio de Endividamento Remunerado (B) das PME Excelência.

Observámos, segundo o modelo elaborado, que, contrariamente ao esperado, a variável Dimensão dos Ativos apresenta uma relação positiva com o rácio de Autonomia Financeira, para um nível de significância de 1%. De acordo com este resultado a Hipótese 2A não se verifica. Pode-se assim inferir que, de acordo com esta variável, o investimento das empresas parece que é realizado também com recurso aos capitais gerados internamente.

A variável Dimensão dos Ativos, apresenta, contudo, uma relação positiva com o e o rácio de Endividamento Remunerado, para um nível de significância de 1%, indo ao encontro ao sinal que esperávamos, embora com um coeficiente menor. Os resultados obtidos para esta variável parecem demonstrar que o aumento da dimensão do ativo, provoca o aumento do Endividamento Remunerado das PME Excelência, confirmando-se a Hipótese 2B.

Também Vieira e Novo (2010), Esperança et al. (2003), Sogorb-Mira (2005) e Barbosa e Pinho (2016) concluíram que uma maior dimensão das PME traduz-se num maior acesso a endividamento. As empresas de maior dimensão tendem a ser mais diversificadas nas suas atividades, diminuindo, por conseguinte, a probabilidade de falência, e a prestar melhor informação aos proprietários e aos credores, reduzindo as questões relacionadas com a assimetria de informação.

Da combinação das duas hipóteses podemos inferir que apesar de a dimensão melhorar as condições de financiamento das PME Excelência, parece que as empresas de maior dimensão optam também por se financiar através dos capitais gerados internamente.

A Hipótese 3 não foi incluída no modelo de regressões elaborado devido ao efeito de multicolinearidade entre as variáveis DIM\_ATIVO e DIM\_VN, que nos levou a optar por desconsiderar esta última variável.

A Hipótese 4 pressupõe que a variável Risco de Negócio apresente uma relação positiva com o rácio de Autonomia Financeira (A) e uma relação negativa com o rácio de Endividamento Remunerado (B) das PME Excelência.

Os resultados empíricos obtidos apesar de confirmarem as relações esperadas, para um nível de significância de 1%, embora apresentem coeficientes muito próximos de zero.

A relação positiva observada entre o Risco de Negócio e o Rácio de Autonomia financeira das PME Excelência, poderá explicar-se pelo facto de, por serem consideradas empresas com negócios mais voláteis e arriscados, necessitarem de maior volume de capital próprio, em virtude das maiores dificuldades em obterem crédito bancário, já que os bancos percecionam um maior risco de insolvência.

Relativamente à relação negativa entre o Risco de Negócio e o rácio de Endividamento Remunerado para além das dificuldades no acesso ao crédito bancário provocado pelo nível elevado de risco somos também levados a concordar com a conclusão de Gaud et al., (2003) citada por Junior (2012, p. 42): *“As empresas com um maior risco de negócio tendem a reduzir o peso do endividamento na sua estrutura de financiamento uma vez que estão mais expostas ao efeito financeiro de alavanca, pelo que se deparam com uma maior probabilidade de insolvência para dado nível de dívida”*.

Com a Hipótese 5 esperava-se que a variável ROA apresentasse uma relação positiva com o rácio de Autonomia Financeira (A) e uma relação negativa com o rácio de Endividamento Remunerado (B) das PME Excelência.

Os resultados empíricos obtidos confirmam as relações esperadas, para um nível de significância de 1%.

A ROA apresenta uma relação negativa com o rácio de Endividamento Remunerado, o que sugere que as empresas com mais fundos internos tendem a usar menos financiamento externo do que empresas com menor rentabilidade. Os resultados observados estão em concordância com alguns resultados apresentados na literatura, nomeadamente com Jorge e Armada (2001), Vieira e Novo (2010) e Barbosa e Pinho (2016).

Esta relação parece indicar que as PME Excelência preferem a utilização do autofinanciamento, preterindo a utilização de financiamento externo, com reflexos na relação positiva da ROA com o rácio de autonomia financeira. Como as empresas mais rentáveis têm mais capacidade de reter lucros ao longo do tempo, preferem utilizar esses lucros retidos para se autofinanciarem em alternativa ao recurso a capital alheio.

Por último, apesar de se verificarem as relações esperadas para as Hipóteses 6 e 7B, estas variáveis não são estatisticamente significativas, pelo que não podemos validar a relação entre o rácio Dívida Financeira Líquida/EBITDA e os rácios de Autonomia Financeira e de Endividamento Remunerado, nem a relação entre o rácio EBITDA em percentagem do volume de negócios e o rácio de Endividamento Remunerado das PME Excelência.

No entanto, relativamente à Hipótese 7B, os resultados empíricos obtidos confirmam, para um nível de significância de 1%, a relação positiva esperada entre o rácio EBITDA em percentagem do volume de negócios e o rácio de Autonomia Financeira.

Esta relação parece reforçar a indicação de que as PME Excelência mais rentáveis, preferem utilizar os lucros gerados internamente para se autofinanciarem.

Por forma a investigarmos o efeito da recente crise financeira na estrutura de capitais das PME Excelência, refizemos os modelos de regressão quebrando a amostra, na dimensão temporal, no período pré e pós o ano de 2010, considerado o ano em que a crise financeira eclodiu em Portugal em consequência da crise económico-financeira que surgiu nos Estados Unidos em agosto de 2007.

Vamos também analisar os resultados ao nível de significância de 5%, apresentado os resultados do teste F.

**Tabela 7 - Resultados dos modelos de regressão com amostra quebrada - Autonomia Financeira**

Variável	Sinal esperado	t Total		Com t<=2010		Com t>2010	
		Coefficiente	D.P.	Coefficiente	D.P.	Coefficiente	D.P.
Constante		-0,662248 ***	0,086065	-0,271976 ***	0,094973	-0,752531 ***	0,118234
TANG_ATIVO	-	-0,059582 ***	0,020487	0,000765	0,021525	-0,116313 ***	0,030450
DIM_ATIVO	+	0,080209 ***	0,005964	0,047961 ***	0,006820	0,089090 ***	0,008134
RISCO_NEG	+	0,000003 ***	0,000000	-0,000005	0,000006	0,000002 ***	0,000000
ROA	+	0,624752 ***	0,047442	0,331234 ***	0,060013	0,303662 ***	0,048565
Div_EBITDA	-	-0,000060	0,000054	-0,000125 **	0,000063	-0,000018	0,000039
EBITDA_VN	+	-0,180368 ***	0,033211	0,002258	0,033728	-0,007818	0,013639
R <sup>2</sup>		0,1918		0,0718		0,0967	
Teste F			0,000		0,000		0,000
N.º Empresas			1449		1420		1427
N.º de Obser.			10394		5030		5364

Fonte: Elaboração própria.

Nota: \*\*\*, \*\*, \* representam relações estatisticamente significativas para um nível de significância de 1%; 5% e 10%, respetivamente.

Da análise aos resultados obtidos, relativamente ao rácio de Autonomia Financeira, verificamos que as variáveis Tangibilidade do Ativo e Risco de Negócio não terem significância estatística no período pré-crise, mas passaram a ser estatisticamente significantes após o ano de 2010.

**Tabela 8 - Resultados dos modelos de regressão com amostra quebrada - Endividamento Remunerado**

Variável	Sinal esperado	t Total		Com t<=2010		Com t>2010	
		Coefficiente	D.P.	Coefficiente	D.P.	Coefficiente	D.P.
Constante		-0,709682 ***	0,069484	-1,429887 ***	0,123369	0,0062803	0,106307
TANG_ATIVO	+	0,052136 ***	0,018603	-0,030793	0,024410	0,1057059 ***	0,027764
DIM_ATIVO	+	0,060996 ***	0,004852	0,1128131 ***	0,008863	0,0101937	0,007285
RISCO_NEG	-	-0,000002 ***	0,000001	0,00000487	0,000009	-0,00000251 ***	0,000000
ROA	-	-0,166992 ***	0,031233	-0,0623691	0,044187	-0,1241115 ***	0,034782
Div_EBITDA	+	0,000036	0,000072	-0,0008248 ***	0,000115	0,0000606 ***	0,000022
EBITDA_VN	-	-0,010782	0,013562	-0,0125681	0,020533	0,007172	0,011188
R <sup>2</sup>		0,0588		0,1035		0,0179	
Teste F			0,000		0,000		0,000
N.º Empresas			1449		1420		1427
N.º de Obser.			10394		5030		5364

Fonte: Elaboração própria.

Nota: \*\*\*, \*\*, \* representam relações estatisticamente significativas para um nível de significância de 1%; 5% e 10%, respetivamente.

Relativamente ao rácio de Endividamento Remunerado, verificamos que as variáveis TANG\_ATIVO, RISCO\_NEG e ROA só passaram a ter significância estatística no período pós-crise financeira, confirmando-se a relação esperada.

Esta situação parece denotar que os bancos, em consequência da crise financeira, passaram a ter uma maior exigência relativamente à apresentação de garantias para a concessão de crédito, concedendo mais crédito às empresas com maior disponibilidade para apresentar colateral como garantia dos empréstimos. Estes resultados parecem confirmar as conclusões dos estudos de Chittenden *et al.* (1996) e Esperança *et al.* (2003) de que o recurso a capitais alheios por parte das PME depende mais da apresentação de garantias do que da sua rentabilidade.

#### 4. Conclusão e linhas de investigação futura

O estudo empírico realizado analisou as determinantes da estrutura de capital das PME Excelência, procurando observar as relações entre os rácios de Autonomia Financeira e de Endividamento Remunerado e um conjunto de variáveis selecionadas de entre as principais determinantes da estrutura de capital existentes na literatura e os rácios financeiros que integram os requisitos de atribuição do estatuto PME Excelência.

Partindo da listagem das PME Excelência referente ao ano de 2015, foram obtidas informações para o período compreendido entre 2006 e 2014, o que permitiu a estimação de regressões de dados em painel através do modelo de efeitos fixos.

Através das estatísticas descritivas pudemos verificar que as PME Excelência têm vindo a reforçar o peso dos capitais próprios na sua estrutura de capital, privilegiando o autofinanciamento da sua atividade, atendendo à evolução observada nas rúbricas de capital realizado e reservas e resultados transitados, com reflexo na evolução positiva do rácio de autonomia financeira.

Da observação das estatísticas descritivas somos levados a concordar com as conclusões de Serrasqueiro (2003) que concluiu que a capacidade financeira das PME Excelência tenderá a depender principalmente do capital próprio gerado internamente, através da retenção dos lucros.

No que diz respeito ao recurso ao capital alheio, verificamos que, no universo das PME Excelência investigadas, as fontes privilegiadas de financiamento são o crédito bancário e o crédito comercial.

Verificámos que, no período analisado, o crédito bancário aumentou bastante a sua importância, chegando a superar o peso do crédito comercial. Apenas com a crise financeira de 2010 a tendência de crescimento do crédito bancário foi invertida. Apesar do aumento da importância do crédito bancário observamos que uma percentagem das PME Excelência não tem este tipo de financiamento (cerca de 16%).

Analisando a evolução temporal das variáveis estudadas, observamos que as PME Excelência têm aumentado o seu rácio de Autonomia Financeira de forma consistente, apresentando em 2014 um valor bastante superior (57,1%) ao calculado pelo INE (2016) para a generalidade das PME portuguesas (29%).

Exprimindo este rácio a solidez financeira das empresas e sendo comumente utilizado pelas instituições de crédito e outras entidades para medir o risco de crédito, observámos que as PME Excelência apresentam efetivamente perfis de desempenho superiores. Os resultados obtidos parecem validar a estratégia de sinalização, através de um instrumento de reputação, do mérito deste grupo restrito PME. Somos levados a concluir que o estatuto PME Excelência poderá ser um mecanismo eficaz no combate à tradicional assimetria de informação entre as empresas e os investidores/credores identificada pela literatura, assumindo um papel facilitador no acesso a fontes de capital alheio, através da redução dos inerentes custos de agência e insolvência.

A superior performance financeira foi ainda comprovada através da evolução do rácio ROA e do rácio EBITDA\_VN, os quais apresentaram uma subida bastante positiva no período analisado, evidenciando as PME Excelência em 2014 uma rentabilidade operacional bastante superior à observada para a generalidade das PME portuguesas.

O rácio de Endividamento Remunerado, depois de apresentar uma evolução positiva no início do período analisado, inverteu essa tendência em 2010, apresentando desde esse ano uma diminuição do seu peso relativo face valor do ativo. Esta inversão no comportamento do peso da dívida remunerada poderá estar associada ao fenómeno do racionamento de crédito provocado pela recente crise financeira que acabou também por afetar as PME portuguesas.

Os resultados dos dois modelos de regressão elaborados permitiram-nos concluir que as principais relações entre as principais determinantes da estrutura de capital referidas na literatura e rácio de Endividamento se verificam no universo das PME Excelência, validando-se também a generalidade das hipóteses formuladas relativamente à relação entre estas variáveis e o rácio de Autonomia Financeira.

A variável Tangibilidade dos Ativos apresentou uma relação negativa com o rácio de Autonomia Financeira e uma relação positiva com o rácio de Endividamento Remunerado confirmando-se as Hipóteses 1A e 1B, o que nos leva a concluir que o aumento dos ativos das PME Excelência tenderá a ser realizado recorrendo ao financiamento com capitais alheios.

Com a Hipótese 2A esperava-se que a variável Dimensão dos Ativos apresentasse uma relação negativa com o rácio de Autonomia Financeira, por contraposição à Hipótese 2B onde se esperava uma relação positiva entre esta variável e o rácio de Endividamento Remunerado. Neste caso, e contrariamente ao esperado, apenas se confirmou a segunda hipótese, tendo-se observado que a variável Dimensão dos Ativos apresenta uma também relação positiva com o rácio de Autonomia Financeira, com um coeficiente superior ao observado para a o rácio de Endividamento Remunerado. Face a estes resultados parece-nos que as PME Excelência de maior dimensão têm-se financiado maioritariamente com recurso aos capitais gerados internamente, nomeadamente através de retenção dos lucros.

As Hipóteses 3 não foram testadas devido ao efeito de multicolinearidade entre as variáveis DIM\_ATIVO e DIM\_VN.

A variável Risco de Negócio apresentou uma relação positiva com o rácio de Autonomia Financeira e uma relação negativa com o rácio de Endividamento Remunerado, embora com coeficientes muito próximos de zero, validando-se as Hipóteses 4A e 4B. Por serem consideradas empresas com negócios mais voláteis e arriscados, as PME Excelência têm maiores dificuldades em obterem crédito bancário, face aos custos de insolvência associados, pelo que deverão ter necessidade de um maior volume de capital próprio.



Os resultados empíricos obtidos confirmam as relações esperadas para as Hipóteses 5, apresentando a ROA uma relação negativa com o rácio de Endividamento Remunerado. Estes resultados sugerem que as empresas com mais fundos internos tendem a recorrer menos ao financiamento externo, reforçando a ideia de que as PME Excelência preferem o autofinanciamento ao financiamento através de capital alheio, com reflexos na relação positiva da ROA com o rácio de Autonomia Financeira.

Relativamente às Hipóteses 6 e 7 apenas a Hipótese 7B apresentou significância estatística, confirmando-se a relação esperada entre o rácio EBITDA em percentagem do volume de negócios e o rácio de Autonomia Financeira. A relação positiva entre estas duas variáveis parece reforçar a indicação de que as PME Excelência mais rentáveis preferem utilizar a retenção dos lucros obtidos para se autofinanciarem.

Face à ausência de significância estatística da relação entre as variáveis que suportavam as Hipóteses 6 (A e B) e 7A, não nos foi possível retirar conclusões sobre as relações e impacto destas variáveis, as quais integram os requisitos de atribuição do estatuto PME Excelência, e o rácio de Autonomia Financeira e de Endividamento Remunerado.

Os resultados obtidos nos modelos de regressões confirmam as observações das estatísticas descritas, nomeadamente a importância dos capitais próprios no financiamento da atividade das PME Excelência.

Relativamente ao impacto da recente crise financeira na estrutura de capital das PME Excelência, verificámos que a variável relacionada com apresentação de garantias (TANG\_ATIVO) assim como a relacionada com o risco (RISCO\_NEG) e rentabilidade (ROA) apenas passaram a ter significância estatística no período pós-crise. Esta situação parece denotar que os bancos, em consequência da crise, passaram a ter uma maior exigência relativamente às condições exigidas para a concessão de crédito, concedendo mais crédito às empresas com maior disponibilidade para apresentar colateral como garantia dos empréstimos (relação positiva entre a variável TANG\_ATIVO e o rácio de Endividamento Remunerado), parecendo confirmarem-se as conclusões dos estudos de Chittenden *et al.* (1996) e Esperança *et al.* (2003) de que o recurso a capitais alheios por parte das PME depende mais da apresentação de garantias do que da sua rentabilidade. (apresentando o ROA uma relação negativa com o rácio de Endividamento Remunerado).

A literatura identifica que as dificuldades significativas no acesso ao financiamento através de capital alheio advêm, em grande parte, da fragilidade financeira das PME e da opacidade legal

de informação destas perante os credores. A opacidade informacional de uma empresa e a sua performance económico-financeira, características da sua qualidade intrínseca, constituem assim determinantes das condições do financiamento externo das PME (Matias, Serrasqueiro, & Costa, 2010).

Os resultados empíricos parecem demonstrar que o estatuto PME Excelência pode contribuir para ajudar a resolver os problemas associados à assimetria de informação, que provocam restrições e racionamento do crédito bancário, uma vez que as empresas que integram a amostra estudada demonstram uma robustez financeira acima da média para empresas da mesma dimensão.

Não obstante os resultados observados no presente estudo, uma análise à literatura sobre as PME portuguesas revela a elevada dependência de capitais alheios nas suas políticas de financiamento, assumindo-se a dívida financeira e os créditos comerciais como principais fontes de financiamento alheio das empresas.

Deste modo, urge a necessidade de diversificarem as fontes de financiamento, pelo que as PME deverão procurar no mercado de capitais formas de financiamento mais estruturantes, que promovam o seu crescimento e competitividade, avançando ainda para uma gestão profissional, e abrindo gradualmente o seu capital a investidores externos, recorrendo nomeadamente ao capital de risco.

As alternativas deverão estar orientadas, sobretudo, para formas de financiamento que invertam a tendência de descapitalização das empresas, isto é, fontes baseadas em capital próprio. Neste sentido, o mercado de capitais afigura-se como uma fonte de financiamento alternativa e complementar credível para as PME.

Para que o acesso ao mercado de capitais seja uma realidade será necessário inverter as atuais condições desfavoráveis ao desenvolvimento do mesmo, nomeadamente a fraca cultura bolsista enraizada nos empresários portugueses, o receio de perda de controlo do capital da empresa e das decisões tomadas, suavizando-se simultaneamente os exigentes requisitos de admissão à negociação.

As recentes orientações emanadas no âmbito do programa Portugal 2002 parecem fomentar a proliferação de fontes de financiamento alternativas ao crédito bancário, promovendo a criação de instrumentos financeiros sob a forma de capital próprio, com o objetivo de assegurar o reforço de capitais da empresa e a melhoria do perfil de gestão e da estrutura de acionistas

(nomeadamente através de fundos de capital de risco, fundos de sindicância de capital de risco, fundos de participação em outros fundos de capital de risco, *business angels*).

Atendendo a que a cultura empresarial não se altera de forma imediata, sendo necessário garantir o acesso ao crédito bancário, mantêm-se também a opção pela difusão de instrumentos de capital alheio, nomeadamente, fundos de contragarantia mútuos, destinados à cobertura de garantias prestadas por entidades especializadas na emissão de garantias a financiamentos a conceder por bancos comerciais a PME, constituição ou reforço de linhas de crédito, mecanismos de garantias de financiamento, bonificação de taxa de juro ou comissões de garantias emitidas por entidades especializadas a favor de bancos em operações de financiamento a PME.

Apesar das conclusões, o presente estudo não está isento de riscos de enviesamento, uma vez que foram utilizados dados secundários, através da base de dados da Central de Balanço, os quais foram fornecidos de forma agregada para algumas das variáveis estudadas. Também as alterações das normas contabilísticas e dos reportes da IES introduzidas em 2010 poderão provocar enviesamentos nos resultados. No entanto, atendendo à dimensão das empresas e às variáveis analisadas, consideramos que existe suficiente correspondência entre os dois regimes contabilísticos de forma a que, não obstante possíveis enviesamentos, as conclusões obtidas não sejam colocadas em causa.

Seria interessante obtermos o acesso ao nível de desagregação da informação máximo de modo a alargar a investigação às diferentes componentes das rubricas de capital para estudar de forma mais profunda as diversas modalidades de capital próprio e capital alheio utilizadas pelas PME.

Apesar de considerarmos que os resultados obtidos no presente estudo poderão contribuir a validação da eficiência e credibilidade do estatuto PME Excelência como instrumento de reputação e para uma melhor caracterização da estrutura de capital destas empresas, recomendaríamos, para futuras investigações, o desdobramento das componentes de capital próprio e capital alheio para demonstrar aos empresários de que forma o recurso às fontes de financiamento alternativas poderiam acrescentar valor às suas empresa, promovendo uma maior estabilidade no fornecimento do capital necessário ao desenvolvimento das suas atividades.

## Anexos

Tabela 9 - Lista de empresas PME Excelência 2015

ORGANISMO	NOME	CAE	DISTRITO	CONCELHO
IAPMEI	100 Metros - Artigos de Embalagem, Unipessoal, Lda.	22	Porto	Paços de Ferreira
IAPMEI	7 Graus, Lda.	74	Ilha da Madeira	Funchal
IAPMEI	A Biseladora do Norte, Lda.	23	Porto	Vila Nova de Gaia
IAPMEI	A Centazzi, Lda.	46	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	A Mobiladora de Padronelo, Lda.	47	Porto	Amarante
IAPMEI	A Panificação Mecânica, Lda.	10	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	A. Azevedo, Lda.	25	Porto	Vila do Conde
TP	A. Barrias & Barrias, Lda.	55	Porto	Porto
IAPMEI	A. F. Azevedos - Ferramentas, Lda.	25	Braga	Vila Nova de Famalicão
IAPMEI	A. F. T. - Transportes Rodoviários de Mercadorias, Lda.	49	Santarém	Alcanena
IAPMEI	A. Gaudêncio Ferreira & Filhos, Lda.	46	Castelo Branco	Castelo Branco
IAPMEI	A. L. L. - Têxteis, Lda.	14	Porto	Santo Tirso
IAPMEI	A. M. F. - Petrolima, Lda.	45	Viana do Castelo	Ponte de Lima
IAPMEI	A. M. L. - Complementos Sanitários, Unipessoal, Lda.	46	Braga	Braga
IAPMEI	A. M. T. - Consulting, Lda.	62	Porto	Porto
IAPMEI	A. Martins & Carvalho, Lda.	46	Porto	Lousada
TP	A. N. E. Tours - Agência de Viagens e Turismo, Lda.	79	Porto	Matosinhos
IAPMEI	A. P. Freitas, Lda.	46	Braga	Guimarães
TP	A. Pimenta I - Indústria Hoteleira, S.A.	55	Braga	Guimarães
IAPMEI	A. S. C. - Artigos Sanitários do Centro, Lda.	46	Santarém	Ourém
IAPMEI	A. Tavares & Martins, Lda.	46	Aveiro	São João da Madeira
IAPMEI	A. Vieira, S.A.	45	Braga	Guimarães
IAPMEI	A3 - Artes Gráficas, Lda.	17	Lisboa	Torres Vedras
IAPMEI	Abastena - Sociedade Abastecedora de Madeiras, Lda.	46	Coimbra	Coimbra
TP	Abel Sernadas Santiago & C.ª, Lda.	56	Porto	Porto
IAPMEI	Abílio Marques dos Reis, Lda.	47	Aveiro	Oliveira de Azeméis
IAPMEI	Abílio Silva & Semanas, Lda.	46	Porto	Maia
TP	Acácio Martins & C.ª, Lda.	55	Porto	Porto
IAPMEI	Acatel - Acabamentos Têxteis, S.A.	13	Braga	Barcelos
IAPMEI	Acessórios & Companhia - Bijuterias, Lda.	47	Lisboa	Amadora
IAPMEI	Acin - iCloud Solutions, Lda.	58	Ilha da Madeira	Ribeira Brava
IAPMEI	Açorpeças - Peças e Acessórios para Automóveis, Lda.	45	Ilha de São Miguel	Ponta Delgada
IAPMEI	Acosgraf - Fábrica de Máquinas Gráficas, Lda.	28	Porto	Vila Nova de Gaia
IAPMEI	ACPA - Gabinete de Projectos e Automação, Lda.	28	Lisboa	Sintra
IAPMEI	Acrial - Comércio e Transformação de Acrílicos, Lda.	22	Lisboa	Sintra
IAPMEI	Active Space Technologies - Actividades Aeroespaciais, S.A.	71	Coimbra	Coimbra
IAPMEI	Acustekpro - Soluções Técnicas de Isolamento, Lda.	43	Aveiro	Albergaria-a-Velha
IAPMEI	Adalma - Indústria de Carnes, Lda.	10	Braga	Vila Nova de Famalicão
IAPMEI	Addlife - Imagem e Comunicação, Lda.	74	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	Adega Cooperativa de Borba, CRL	11	Évora	Borba
IAPMEI	Adega Cooperativa Regional de Monção, CRL	11	Viana do Castelo	Monção
IAPMEI	Adelino Pedro - Comércio de Peças Automóvel, Lda.	45	Ilha de São Miguel	Ponta Delgada
IAPMEI	Adifafe - Acessórios Têxteis, Lda.	47	Braga	Fafe
TP	ADM - Restaurante Rápido, Lda.	56	Braga	Guimarães
TP	ADM DRIVE - Restaurante, Lda.	56	Braga	Guimarães
IAPMEI	Adriano Barbosa de Azevedo, Lda.	49	Coimbra	Montemor-o-Velho
IAPMEI	Adriano Lourenço Costa - Importação e Exportação de Calçado, Lda.	46	Leiria	Alcobaça
IAPMEI	Adsales, Lda.	70	Lisboa	Oeiras
IAPMEI	Aflex Portugal - Indústria de Borrachas, Lda.	22	Viana do Castelo	Melgaço
IAPMEI	Agarb - Máquinas e Ferramentas, Lda.	47	Braga	Braga
IAPMEI	Agrofontes - Sociedade Comercial de Produtos para a Agricultura, Lda.	46	Aveiro	Albergaria-a-Velha
IAPMEI	Agro-Pecuária Campino, Lda.	14	Portalegre	Elvas

## Determinantes da estrutura de capital das PME Excelência

IAPMEI	Águas das Caldas de Penacova, S.A.	11	Coimbra	Penacova
TP	Airauto - Aluguer de Automóveis, Lda.	77	Faro	Loulé
IAPMEI	Aires Fernandes de Almeida, Lda.	47	Lisboa	Sintra
IAPMEI	Alargâmbito - Publicidade Exterior, Unipessoal, Lda.	73	Porto	Vila Nova de Gaia
IAPMEI	Alberto Barbosa & Filhos, S.A.	47	Braga	Braga
IAPMEI	Alberto Resende Martins, Lda.	47	Aveiro	São João da Madeira
IAPMEI	Alberto Sá, Lda.	25	Braga	Esposende
TP	Albertsons - Restaurante, Lda.	56	Braga	Guimarães
IAPMEI	Albombas - Sociedade de Bombas do Sul, Lda.	47	Faro	Loulé
IAPMEI	Alcides Marques Pereira Lopes, Lda.	10	Aveiro	Espinho
IAPMEI	Alcigarve - Distribuidora de Tabacos e Bebidas, S.A.	46	Faro	Faro
IAPMEI	Alcino & Manuel, Lda.	25	Porto	Paredes
IAPMEI	Alecarpeças - Acessórios de Automóveis, Lda.	45	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	Alentedist - Distribuição, Lda.	47	Beja	Ourique
IAPMEI	Alexandre Ferreira Carvalhais & C.ª, Lda.	15	Porto	Felgueiras
IAPMEI	Alfalog - Transportes, Lda.	49	Leiria	Marinha Grande
IAPMEI	Alflora - Comércio de Flores, Lda.	46	Porto	Matosinhos
IAPMEI	Alier - Informática, Soluções e Serviços, Unipessoal, Lda.	46	Lisboa	Oeiras
TP	Alfísios II - Imobiliária e Turismo, S.A.	55	Faro	Albufeira
IAPMEI	Alital - Cadeiras de Escritório, S.A.	31	Aveiro	Águeda
IAPMEI	ALM - Serviços de Oftalmologia Médica e Cirúrgica, S.A.	86	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	Alma & Valor, Lda.	46	Setúbal	Palmela
IAPMEI	Almeida & Peres, Lda.	31	Aveiro	Oliveira de Azeméis
IAPMEI	Almeida & Silvas, Lda.	25	Lisboa	Oeiras
IAPMEI	Almol - Indústria de Calçado, Lda.	15	Aveiro	Arouca
IAPMEI	Alphashirt - Equipamentos para a Indústria Gráfica, Lda.	46	Leiria	Pombal
IAPMEI	Alpim XXI - Calçados, Lda.	15	Aveiro	Santa Maria da Feira
IAPMEI	Altino de Almeida Bastos, Lda.	15	Aveiro	Oliveira de Azeméis
TP	Alto do Quintão - Hotéis e Apartamentos, Lda.	55	Faro	Portimão
IAPMEI	Altronix - Sistemas Electrónicos, Lda.	47	Porto	Trofa
IAPMEI	Alugarbe - Comércio de Alumínio, Lda.	46	Lisboa	Sintra
IAPMEI	Álvaro Covelo & Pinto, Lda.	47	Setúbal	Barreiro
TP	Alvorinfante - Gestão Hoteleira, Lda.	55	Faro	Portimão
IAPMEI	Amândio Lourenço Prata, Lda.	49	Aveiro	Oliveira de Azeméis
IAPMEI	Amaro da Silva, Lda.	28	Leiria	Caldas da Rainha
IAPMEI	Ambigroup - Resíduos, S.A.	38	Lisboa	Odivelas
IAPMEI	Americana - Papelaria, S.A.	46	Leiria	Leiria
IAPMEI	Américo Duarte Paixão, Lda.	10	Santarém	Santarém
TP	Amorim & Galé, Lda.	55	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	Amorins & Silva, Lda.	25	Aveiro	Santa Maria da Feira
IAPMEI	Amperluz - Comércio de Material Eléctrico e Instalações, Lda.	43	Aveiro	Águeda
IAPMEI	Anacatamar - Refeições Rápidas, Lda.	56	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	André Costa, S.A.	46	Porto	Porto
TP	Angotel - Sociedade Industrial Hoteleira, S.A.	55	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	Anicolor - Alumínios, Lda.	25	Aveiro	Oliveira do Bairro
TP	Antasrest - Gestão Hoteleira, Lda.	56	Porto	Porto
IAPMEI	António Almeida Bernardes & Filhos, Lda.	28	Aveiro	Santa Maria da Feira
IAPMEI	António Anastácio & Filhos, Lda.	10	Guarda	Seia
IAPMEI	António Anjos, F. Brandão & Associados, SROC, Lda.	69	Porto	Porto
IAPMEI	António Augusto Santos, Lda.	49	Bragança	Freixo de Espada à Cinta
IAPMEI	António Borges - Representações, Lda.	46	Porto	Vila Nova de Gaia
IAPMEI	António Cunha Leite, Lda.	25	Braga	Braga
IAPMEI	António dos Santos Sousa, Lda.	47	Aveiro	Santa Maria da Feira
IAPMEI	António Eduardo Machado, Unipessoal, Lda.	49	Porto	Maia
IAPMEI	António Jerónimo da Silva, Lda.	46	Lisboa	Sintra
IAPMEI	António Moutinho & C.ª, Lda.	47	Porto	Porto
IAPMEI	António N. Nobrega II - Indústria e Comércio Alimentar, S.A.	46	Ilha da Madeira	Funchal
IAPMEI	António Pereira & Sousa - Comércio de Produtos Alimentares e Bebidas, Lda.	46	Viseu	Tondela

## Determinantes da estrutura de capital das PME Excelência

IAPMEI	Antonio Pereira Vieira Caseiro, Lda.	31	Leiria	Alcobaça
TP	António Pires Caldeira, Lda.	56	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	António Teixeira Lopes & Filhos, Lda.	46	Porto	Porto
IAPMEI	António Viegas Guerreiro, S.A.	46	Faro	Olhão
TP	Anunciada - Hotelaria, Turismo e Imobiliário, S.A.	55	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	Apolónia Supermercados, S.A.	47	Faro	Loulé
IAPMEI	Aquavintage, Lda.	47	Faro	Albufeira
TP	Araujo & Vieira, Lda.	56	Porto	Porto
IAPMEI	ARC - Indústria de Mobiliário, S.A.	31	Porto	Paredes
IAPMEI	ARCEN - Engenharia, S.A.	28	Porto	Vila Nova de Gaia
IAPMEI	Ardil - Armazenagem, Distribuição e Logística, Lda.	52	Faro	Loulé
IAPMEI	Area Infinitas - Design de Interiores, S.A.	47	Lisboa	Sintra
IAPMEI	Arestel - Componentes e Equipamentos Electrónicos, S.A.	46	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	Argacol - Tintas e Vernizes, S.A.	20	Leiria	Leiria
IAPMEI	Argon - Componentes Eléctricos e Electrónicos, Lda.	46	Porto	Gondomar
IAPMEI	Armando Augusto Silva, Lda.	25	Aveiro	Aveiro
IAPMEI	Armando Ferreira da Silva & Filhos, Lda.	31	Porto	Paços de Ferreira
IAPMEI	Armando Silva, S.A.	15	Aveiro	São João da Madeira
IAPMEI	Armazéns Reis - Materiais de Construção, S.A.	46	Aveiro	Aveiro
IAPMEI	Arouplás - Plásticos Técnicos, Lda.	22	Aveiro	Arouca
IAPMEI	Arquiconsult - Arquitectura, Engenharia, Sistemas de Informação, Lda.	62	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	Artur Godinho, Lda.	46	Aveiro	Ovar
IAPMEI	Artur Matos Xavier Forte & C.ª, Lda.	46	Braga	Vila Nova de Famalicão
IAPMEI	Artur Vieira - Comércio e Fabricação de Componentes para Calçado, Lda.	15	Aveiro	Oliveira de Azeméis
IAPMEI	Assistécnica, Lda.	47	Porto	Póvoa de Varzim
TP	Associação Naval do Guadiana	93	Faro	Vila Real de Santo António
IAPMEI	Até ao Fim do Mundo - Imagens e Comunicação, Lda.	63	Lisboa	Oeiras
IAPMEI	Atlanta - Componentes para Calçado, Lda.	15	Porto	Felgueiras
TP	Atmosphereocean - Exploração Hoteleira, S.A.	55	Faro	Lagoa
IAPMEI	Au Revoir - Indústria de Estofos, Lda.	31	Porto	Paredes
TP	Autatlantis - Aluguer de Automóveis sem Condutor, Lda.	77	Ilha de São Miguel	Ponta Delgada
IAPMEI	Auto Cambota, Lda.	45	Lisboa	Odivelas
IAPMEI	Auto Delta - Comércio de Peças, Acessórios e Automóveis, Lda.	45	Leiria	Leiria
IAPMEI	Auto Fornecedora - Acessórios, Lda.	45	Porto	Porto
TP	Auto Rent - Automóveis de Aluguer, Lda.	77	Faro	Portimão
TP	Auto Rent V - Gestão, Aluguer, Compra e Venda de Viaturas, Lda.	77	Faro	Albufeira
IAPMEI	Auto Rent VI - Gestão, Aluguer, Compra e Venda de Viaturas, Lda.	52	Faro	Faro
IAPMEI	Auto Reparadora Carlos A. D. Rosa, Lda.	45	Aveiro	Mealhada
IAPMEI	Auto Silva - Acessórios, S.A.	45	Porto	Porto
IAPMEI	Auto Torre da Marinha - Comércio de Peças para Veículos Automóveis, Lda.	45	Setúbal	Seixal
IAPMEI	Auto Viação de Landim, Lda.	49	Porto	Felgueiras
IAPMEI	Auto Viação Pacense, Lda.	49	Porto	Paços de Ferreira
IAPMEI	Autocor - Reparações de Automóveis, Lda.	52	Aveiro	Ovar
IAPMEI	Autoflex - Comércio de Tintas e Produtos Químicos, Lda.	47	Aveiro	Santa Maria da Feira
IAPMEI	Auto-Sog - Comércio e Acessórios para Automóveis, Lda.	47	Évora	Estremoz
IAPMEI	Autozitânia - Acessórios e Sobressalentes, S.A.	45	Lisboa	Odivelas
IAPMEI	AVA Clinic - Cuidados Médicos, Lda.	86	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	Avel - Electrónica, Lda.	26	Porto	Trofa
IAPMEI	Avelab - Laboratórios Médicos de Análises Clínicas, Lda.	86	Aveiro	Aveiro
IAPMEI	Aveleda, S.A.	11	Porto	Penafiel
IAPMEI	Avelino Neves Pereira, Lda.	22	Aveiro	Santa Maria da Feira
IAPMEI	Aviagro - Equipamentos e Serviços Agropecuários, S.A.	28	Viseu	Tondela
IAPMEI	Aviourém - Especialidades Farmacêuticas, S.A.	46	Leiria	Leiria
IAPMEI	Avirecria - Produtos para Agricultura e Pecuária, Lda.	46	Aveiro	Arouca

## Determinantes da estrutura de capital das PME Excelência

IAPMEI	Azevedo Neves Benjamim Mendes, Carvalho & Associados - Sociedade de Advogados, RL	69	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	Azevedos - Indústria, Máquinas e Equipamentos Industriais, S.A.	28	Aveiro	Santa Maria da Feira
TP	Bagoeira - Empreendimentos Hoteleiros, Lda.	55	Braga	Barcelos
TP	Bajomico - Organizações Hoteleiras e Similares, Lda.	55	Faro	Vila Real de Santo António
IAPMEI	Balflex Portugal - Componentes Hidráulicos e Industriais, S.A.	28	Porto	Valongo
TP	Balzer & Balzer, Lda.	56	Faro	Portimão
IAPMEI	Baptista & Soares, S.A.	14	Braga	Póvoa de Lanhoso
IAPMEI	Barão de Vilar - Vinhos, S.A.	11	Bragança	Vila Flor
IAPMEI	Barata Garcia, S.A.	14	Braga	Barcelos
IAPMEI	Barcadouro - Sociedade de Turismo Fluvial e Terrestre, Lda.	50	Porto	Vila Nova de Gaia
IAPMEI	Barceltécnica - Material Eléctrico, S.A.	47	Braga	Barcelos
IAPMEI	Barros & Moreira, S.A.	46	Leiria	Óbidos
IAPMEI	Barros, Lda.	15	Braga	Barcelos
TP	BCÉVORA - Gestão de Restaurantes, S.A.	56	Évora	Évora
IAPMEI	Bebé Vida - Ciências para a Vida, S.A.	86	Porto	Porto
IAPMEI	Bebilusa - Indústria e Comércio de Bebidas, Lda.	11	Setúbal	Alcochete
IAPMEI	Beiralab - Laboratórios da Casa de Saúde S. Mateus, S.A.	86	Viseu	Viseu
IAPMEI	Beiralacte - Lacticídeos Artesanais da Beira Baixa, Lda.	10	Castelo Branco	Fundão
IAPMEI	Beiranova - Indústria de Congelados, S.A.	10	Viseu	Viseu
IAPMEI	Beiraportal - Produtos de Madeira, Lda.	46	Viseu	Viseu
IAPMEI	Beltrão Coelho - Sistemas de Escritório, Lda.	47	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	Benjamim Filipe de Carvalho, S.A.	46	Porto	Porto
IAPMEI	Bento & Nascimento, Lda.	46	Aveiro	Ílhavo
IAPMEI	Bielco - Equipamentos para Veículos Industriais, Lda.	29	Santarém	Rio Maior
IAPMEI	Bifase - Material Eléctrico e Electrónico, Lda.	46	Porto	Paredes
IAPMEI	Bigbrand - Publicidade, Lda.	73	Leiria	Leiria
IAPMEI	Blue Chem - Indústria e Comércio, S.A.	20	Braga	Vila Nova de Famalicão
TP	Blue Coast Travel - Agência de Viagens e Turismo, Lda.	79	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	Bolama Supermercados, Lda.	47	Braga	Guimarães
IAPMEI	Boldint, Lda.	70	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	Bompiso - Comércio de Pneus, S.A.	45	Porto	Valongo
IAPMEI	Bordados Joaquim Oliveira & Oliveira, Lda.	13	Braga	Barcelos
IAPMEI	Borrego Leonor & Irmão, S.A.	46	Santarém	Almeirim
IAPMEI	Botão Azul - Comércio de Vestuário, S.A.	47	Lisboa	Cascais
IAPMEI	Boxoil - Comércio de Combustíveis, Unipessoal, Lda.	47	Braga	Vizela
TP	BRABURGER - Gestão de Unidades Hoteleiras, Lda.	56	Braga	Braga
IAPMEI	Bragajav, Lda.	47	Braga	Braga
IAPMEI	Braguinha Supermercado, Lda.	47	Bragança	Bragança
IAPMEI	Bramolde, Lda.	25	Braga	Braga
IAPMEI	Branco e Negro - Gifts e Decoração, Lda.	47	Lisboa	Vila Franca de Xira
IAPMEI	Brasolar, Lda.	43	Braga	Braga
IAPMEI	Break Media, Unipessoal, Lda.	58	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	Bresimar Automação, S.A.	46	Aveiro	Aveiro
IAPMEI	Bribeja- Sociedade de Distribuição de Bricolage, Lda.	47	Beja	Beja
IAPMEI	Bricoa alegre - Sociedade de Distribuição de Bricolage, Lda.	47	Portalegre	Portalegre
IAPMEI	Bricovilareal - Sociedade de Distribuição de Bricolage, Lda.	47	Vila Real	Vila Real
IAPMEI	Brito & Miranda, S.A.	13	Braga	Barcelos
IAPMEI	C. G. C. - Centro de Genética Clínica e Patalogia, S.A.	86	Porto	Porto
IAPMEI	C. H. - Business Consulting, S.A.	70	Coimbra	Coimbra
IAPMEI	C. J. Rodrigues, Lda.	46	Viana do Castelo	Viana do Castelo
IAPMEI	C. L. A. - Catering Linhas Aéreas, S.A.	56	Porto	Maia
IAPMEI	C. M. Tir - Transportes Nacionais e Internacionais, S.A.	49	Porto	Vila do Conde
IAPMEI	C.I.M.B. - Centro de Imagem Médica de Barcelos, Lda.	86	Braga	Barcelos
IAPMEI	C.P.P. - Comércio de Produtos Petrolíferos, Lda.	46	Santarém	Abrantes
TP	Cabanas Park - Exploração Hoteleira, Lda.	55	Faro	Faro
TP	Cabaz Florido, Lda.	56	Leiria	Pombal
IAPMEI	Cacelcer - Distribuição de Produtos Alimentares, Lda.	47	Faro	Vila Real de Santo António

## Determinantes da estrutura de capital das PME Excelência

IAPMEI	Cadflow - Optimização, Reengenharia e Comercialização de Hardware e Software, Lda.	62	Leiria	Marinha Grande
IAPMEI	Cadilhe & Santos, Lda.	13	Viana do Castelo	Viana do Castelo
IAPMEI	Cadimarte - Construções, Lda.	41	Coimbra	Cantanhede
TP	CAEL - Consórcio de Automóveis Excelsior, Lda.	77	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	Caetano & Caetano, Lda.	14	Porto	Paços de Ferreira
IAPMEI	Caetano Coatings, S.A.	25	Lisboa	Alenquer
IAPMEI	Caetano Dias & Pereira, Lda.	47	Faro	Vila Real de Santo António
IAPMEI	Caetano, Alves & Filhos, Lda.	16	Leiria	Pedrogão Grande
TP	Café Arcadas do Jardim, Lda.	56	Leiria	Peniche
IAPMEI	Caiús, Dias & Irmão, Lda.	46	Porto	Vila Nova de Gaia
IAPMEI	Calçada & Costa - Reparação de Automóveis, Lda.	45	Viana do Castelo	Ponte de Lima
TP	Caldeira & Cruz - Gestão de Restaurantes, Lda.	56	Lisboa	Cascais
IAPMEI	Calheiros Embalagens, S.A.	17	Porto	Valongo
TP	Calrai - Serviços de Restauração, Unipessoal, Lda.	56	Leiria	Caldas da Rainha
IAPMEI	Calsuave - Indústria de Calçado, Lda.	15	Braga	Guimarães
IAPMEI	Camionagem Maria Clara, Lda.	49	Lisboa	Alenquer
IAPMEI	Campos & C.ª, Lda.	15	Aveiro	Santa Maria da Feira
IAPMEI	Campos & Cadilhe, Lda.	49	Porto	Matosinhos
IAPMEI	Campos Ferreira, Sá Carneiro & Associados - Sociedade de Advogados, RL	69	Lisboa	Lisboa
IAPMEI	Candigrés - Cerâmica de Grês da Candieira, Lda.	23	Aveiro	Anadia
IAPMEI	Canel - Fábrica de Cartão Canelado, Lda.	17	Aveiro	Oliveira do Bairro
IAPMEI	Caniço & C.ª - Transportes de Mercadorias, Lda.	49	Santarém	Benavente
IAPMEI	Capa - Engenharia e Construções Metalomecânicas, S.A.	28	Porto	Valongo
IAPMEI	Capaventure - Equipamentos para Lazer e Tempos Livres, Lda.	32	Aveiro	Castelo de Paiva
IAPMEI	Cápsulas do Norte - Indústrias Metálicas, Lda.	22	Porto	Vila Nova de Gaia
IAPMEI	Captágua - Captações de Água, Lda.	42	Aveiro	Vagos
IAPMEI	Carcemal - Malhas e Confecções, Lda.	14	Braga	Barcelos
IAPMEI	Cardioteste - Clínica Cardiológica, S.A.	86	Lisboa	Lisboa
TP	Cardoso & Sousa, Lda.	77	Aveiro	Anadia

**Fonte:** IAPMEI



**Tabela 10 - Fórmula de cálculo das variáveis consideradas no estudo empírico**

<b>VARIÁVEIS DEPENDENTES</b>	
Rácio de Autonomia Financeira (AUT_FIN)	Capital próprio / Ativo total
Rácio de Endividamento Remunerado (END_REMUN)	Passivo remunerado / Ativo Total
<b>VARIÁVEIS INDEPENDENTES</b>	
<b>Revisão Literatura</b>	
Tangibilidade dos Ativos (TANG_ATIVO)	Ativo Fixo Tangível / Ativo Total
Dimensão do Ativo (DIM_ATIVO)	Logaritmo Ativo Total
Dimensão do Volume de Negócios (DIM_VN)	Logaritmo do Volume de Negócios
Risco de Negócio (RISCO_NEG)	Grau económico de alavanca = Margem Bruta / Resultado Exploração (considerando-se o EBIT por simplificação)
<b>Requisitos de atribuição do estatuto PME Excelência</b>	
Rendibilidade Líquida do Ativo (ROA)	Resultado Líquido / Ativo Total Líquido
Dívida sobre o EBITDA (DIV_EBITDA)	Dívida Financeira Líquida (Fórmula Simplificada Financiamentos Obtidos - Caixa, Depósitos e Ativos financeiros) / EBITDA
EBITDA em percentagem do volume de negócios (EBITDA_VN)	EBITDA/ Volume de Negócios

**Figura 1 - Teste Hausman Regressão Autonomia Financeira**

```
. do "C:\Users\RICARD~1\AppData\Local\Temp\STD00000000.tmp"
```

```
. hausman FE1 RE1
```

Note: the rank of the differenced variance matrix (5) does not equal the number of coefficients being tested (6); be sure this is what you expect, or there may be problems computing the test. Examine the output of your estimators for anything unexpected and possibly consider scaling your variables so that the coefficients are on a similar scale.

	—— Coefficients ——			
	(b) FE1	(B) RE1	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
L.Tang_Ativo	-.0595815	-.0271263	-.0324552	.0053239
L.Dim_Ativo	.0802088	.0574911	.0227176	.0019134
L.Risco_neg	2.94e-06	2.49e-06	4.50e-07	.
L.ROA	.6247524	.6901554	-.065403	.0052452
L.Div_EBITDA	-.0000595	-.000083	.0000235	.
L.EBITDA_VN	-.1803681	-.1758445	-.0045236	.0027612

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg

B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```
chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
          = 619.38
Prob>chi2 = 0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)
```

```
.
end of do-file
```

**Figura 2- Teste Hausman Regressão Endividamento Remunerado**

```
. do "C:\Users\RICARD~1\AppData\Local\Temp\STD00000000.tmp"
. hausman FE2 RE2
```

Note: the rank of the differenced variance matrix (5) does not equal the number of coefficients being tested (6); be sure this is what you expect, or there may be problems computing the test. Examine the output of your estimators for anything unexpected and possibly consider scaling your variables so that the coefficients are on a similar scale.

	—— Coefficients ——			
	(b) FE2	(B) RE2	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
L.Tang_Ativo	.0521362	.0958506	-.0437144	.0066094
L.Dim_Ativo	.060996	.0437178	.0172781	.0021914
L.Risco_neg	-2.46e-06	-2.31e-06	-1.47e-07	2.37e-07
L.ROA	-.1669923	-.1840144	.0170221	.0076457
L.Div_EBITDA	.0000357	.0000714	-.0000356	3.16e-06
L.EBITDA_VN	-.0107819	-.0238903	.0131084	.0036186

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2}(5) &= (b-B)' [(V_b-V_B)^{-1}] (b-B) \\ &= 279.21 \\ \text{Prob}>\text{chi2} &= 0.0000 \end{aligned}$$

```
.
end of do-file
```

## Determinantes da estrutura de capital das PME Excelência

### Figura 3 – Resultados STATA: Regressão Autonomia Financeira

```

. do "C:\Users\RICARD-1\AppData\Local\Temp\STD00000000.tmp"

. xtreg Aut_Fin l.Tang_Ativo l.Dim_Ativo l.Risco_neg l.ROA l.Div_EBITDA l.EBITDA_VN if pTang_Ativo>1 & pTang_Ativo<=99 & pDim_A
> tivo>1 & pDim_Ativo<=99 & pRisco_neg>1 & pRisco_neg<=99 & pROA>1 & pROA<=99 & pDiv_EBITDA>1 & pDiv_EBITDA<=99 & pEBITDA_VN>1 & pE
> BITDA_VN<=99, fe vce(robust)

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =   10394
Group variable: bplim_id                      Number of groups =   1449

R-sq:  within = 0.1918                        Obs per group:  min =    1
        between = 0.0099                       avg =    7.2
        overall = 0.0432                       max =    8

corr(u_i, Xb) = -0.2968                       F(6,1448)       =  111.46
                                                Prob > F        =   0.0000

                                     (Std. Err. adjusted for 1449 clusters in bplim_id)

```

Aut_Fin	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Tang_Ativo						
L1.	-.0595815	.0204866	-2.91	0.004	-.0997681	-.0193948
Dim_Ativo						
L1.	.0802088	.0059643	13.45	0.000	.0685091	.0919085
Risco_neg						
L1.	2.94e-06	3.12e-07	9.42	0.000	2.33e-06	3.55e-06
ROA						
L1.	.6247524	.0474423	13.17	0.000	.5316895	.7178153
Div_EBITDA						
L1.	-.0000595	.0000536	-1.11	0.267	-.0001647	.0000456
EBITDA_VN						
L1.	-.1803681	.0332107	-5.43	0.000	-.2455143	-.115222
_cons	-.6622481	.0860651	-7.69	0.000	-.8310738	-.4934224
sigma_u	.17261788					
sigma_e	.09886385					
rho	.75299937	(fraction of variance due to u_i)				

```

.
end of do-file

```

## Determinantes da estrutura de capital das PME Excelência

**Figura 4 - Resultados STATA: Regressão Endividamento remunerado**

```

. do "C:\Users\RICARD-1\AppData\Local\Temp\STD00000000.tmp"

. xtreg End_Remun l.Tang_Ativo l.Dim_Ativo l.Risco_neg l.ROA l.Div_EBITDA l.EBITDA_VN if pTang_Ativo>1 & pTang_Ativo<=99 & pDim
> _Ativo>1 & pDim_Ativo<=99 & pRisco_neg>1 & pRisco_neg<=99 & pROA>1 & pROA<=99 & pDiv_EBITDA>1 & pDiv_EBITDA<=99 & pEBITDA_VN>1 &
> pEBITDA_VN<=99, fe vce(robust)

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =   10394
Group variable: bplim_id                      Number of groups =   1449

R-sq:  within = 0.0588                        Obs per group:  min =    1
        between = 0.1018                       avg =    7.2
        overall = 0.0803                       max =    8

corr(u_i, Xb) = -0.1999                       F(6,1448)       =   39.34
                                                Prob > F        =   0.0000

                                                (Std. Err. adjusted for 1449 clusters in bplim_id)

```

End_Remun	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Tang_Ativo L1.	.0521362	.0186028	2.80	0.005	.0156448	.0886276
Dim_Ativo L1.	.060996	.0048524	12.57	0.000	.0514774	.0705145
Risco_neg L1.	-2.46e-06	6.20e-07	-3.97	0.000	-3.68e-06	-1.24e-06
ROA L1.	-.1669923	.0312327	-5.35	0.000	-.2282585	-.1057262
Div_EBITDA L1.	.0000357	.0000718	0.50	0.619	-.0001052	.0001767
EBITDA_VN L1.	-.0107819	.0135617	-0.80	0.427	-.0373846	.0158208
_cons	-.7096822	.0694835	-10.21	0.000	-.8459813	-.573383
sigma_u	.11755322					
sigma_e	.0955725					
rho	.60204951 (fraction of variance due to u_i)					

```

.
end of do-file
.

```

## Determinantes da estrutura de capital das PME Excelência

**Figura 5 - Resultados STATA: Regressão Autonomia Financeira (Ano <= 2010)**

```

.do "C:\Users\RICARD~1\AppData\Local\Temp\STD00000000.tmp"

.xtreg Aut_Fin 1.Tang_Ativo 1.Dim_Ativo 1.Risco_neg 1.ROA 1.Div_EBITDA 1.EBITDA_VN if ano<=2010& pTang_Ativo>1 & pTang_Ativo<=
> 99 & pDim_Ativo>1 & pDim_Ativo<=99& pRisco_neg>1 & pRisco_neg<=99& pROA>1 & pROA<=99& pDiv_EBITDA>1 & pDiv_EBITDA<=99& pEBITD
> A_VN>1 & pEBITDA_VN<=99, fe vce(robust)

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   5030
Group variable: bplim_id              Number of groups =   1420

R-sq:  within = 0.0718                Obs per group: min =    1
      between = 0.0617                  avg           =    3.5
      overall  = 0.0566                  max           =    4

corr(u_i, Xb) = -0.0406                F(6,1419)       =   23.89
                                          Prob > F        =   0.0000

                                          (Std. Err. adjusted for 1420 clusters in bplim_id)

```

Aut_Fin	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Tang_Ativo L1.	.0007652	.0215251	0.04	0.972	-.0414591	.0429896
Dim_Ativo L1.	.0479613	.0068204	7.03	0.000	.0345821	.0613405
Risco_neg L1.	-4.52e-06	5.60e-06	-0.81	0.420	-.0000155	6.47e-06
ROA L1.	.331234	.0600125	5.52	0.000	.2135112	.4489567
Div_EBITDA L1.	-.0001251	.0000632	-1.98	0.048	-.0002491	-1.20e-06
EBITDA_VN L1.	.0022578	.0337275	0.07	0.947	-.0639034	.0684189
_cons	-.2719757	.0949726	-2.86	0.004	-.4582775	-.0856739
sigma_u	.18242824					
sigma_e	.07786571					
rho	.84589257 (fraction of variance due to u_i)					

```

.
end of do-file
.

```

## Determinantes da estrutura de capital das PME Excelência

**Figura 6 - Resultados STATA: Regressão Autonomia Financeira (Ano > 2010)**

```

.do "C:\Users\RICARD~1\AppData\Local\Temp\STD00000000.tmp"

.xtreg Aut_Fin l.Tang_Ativo l.Dim_Ativo l.Risco_neg l.ROA l.Div_EBITDA l.EBITDA_VN if ano>2010& pTang_Ativo>1 & pTang_Ativo<=9
> 9 & pDim_Ativo>1 & pDim_Ativo<=99& pRisco_neg>1 & pRisco_neg<=99& pROA>1 & pROA<=99& pDiv_EBITDA>1 & pDiv_EBITDA<=99& pEBITDA
> _VN>1 & pEBITDA_VN<=99, fe vce(robust)

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   5364
Group variable: bplim_id              Number of groups =   1427

R-sq:  within = 0.0967                Obs per group:  min =    1
      between = 0.0118                  avg   =    3.8
      overall  = 0.0172                  max   =    4

                                         F(6,1426)      =   67.91
corr(u_i, Xb) = -0.3925                Prob > F       =   0.0000

                                         (Std. Err. adjusted for 1427 clusters in bplim_id)

```

Aut_Fin	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Tang_Ativo						
L1.	-.1163127	.0304497	-3.82	0.000	-.1760438	-.0565816
Dim_Ativo						
L1.	.0890898	.0081342	10.95	0.000	.0731336	.105046
Risco_neg						
L1.	2.37e-06	1.52e-07	15.55	0.000	2.07e-06	2.66e-06
ROA						
L1.	.3036621	.0485651	6.25	0.000	.2083953	.3989289
Div_EBITDA						
L1.	-.000018	.0000387	-0.47	0.642	-.000094	.000058
EBITDA_VN						
L1.	-.0078184	.0136392	-0.57	0.567	-.0345734	.0189366
_cons	-.7525309	.1182337	-6.36	0.000	-.9844616	-.5206002
sigma_u	.17399916					
sigma_e	.07626888					
rho	.83883304 (fraction of variance due to u_i)					

```

.
end of do-file

```

## Determinantes da estrutura de capital das PME Excelência

**Figura 7- Resultados STATA: Regressão Endividamento Remunerado (Ano <= 2010)**

```

.do "C:\Users\RICARD-1\AppData\Local\Temp\STD00000000.tmp"

.xtreg End_Remun l.Tang_Ativo l.Dim_Ativo l.Risco_neg l.ROA l.Div_EBITDA l.EBITDA_VN if ano<=2010& pTang_Ativo>1 & pTang_Ativo
> <=99 & pDim_Ativo>1 & pDim_Ativo<=99& pRisco_neg>1 & pRisco_neg<=99& pROA>1 & pROA<=99& pDiv_EBITDA>1 & pDiv_EBITDA<=99& pEBI
> TDA_VN>1 & pEBITDA_VN<=99, fe vce(robust)

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   5030
Group variable: bplim_id              Number of groups =   1420

R-sq:  within = 0.1035                Obs per group:  min =    1
      between = 0.0568                  avg   =    3.5
      overall = 0.0586                  max   =    4

corr(u_i, Xb) = -0.5534                F(6,1419)      =   35.68
                                          Prob > F       =   0.0000

                                          (Std. Err. adjusted for 1420 clusters in bplim_id)

```

End_Remun	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Tang_Ativo						
L1.	-.030793	.0244097	-1.26	0.207	-.0786758	.0170899
Dim_Ativo						
L1.	.1128131	.0088633	12.73	0.000	.0954266	.1301997
Risco_neg						
L1.	4.87e-06	9.29e-06	0.52	0.601	-.0000134	.0000231
ROA						
L1.	-.0623691	.0441869	-1.41	0.158	-.1490477	.0243096
Div_EBITDA						
L1.	-.0008248	.0001145	-7.20	0.000	-.0010494	-.0006002
EBITDA_VN						
L1.	-.0125681	.020533	-0.61	0.541	-.0528464	.0277102
_cons	-1.429887	.123369	-11.59	0.000	-1.671892	-1.187882
sigma_u	.15611661					
sigma_e	.09406766					
rho	.73364158 (fraction of variance due to u_i)					

```

.end of do-file

```



## Determinantes da estrutura de capital das PME Excelência

**Figura 8 - Resultados STATA: Regressão Endividamento Remunerado (Ano > 2010)**

```

. do "C:\Users\RICARD-1\AppData\Local\Temp\STD00000000.tmp"

. xtreg End_Remun l.Tang_Ativo l.Dim_Ativo l.Risco_neg l.ROA l.Div_EBITDA l.EBITDA_VN if ano>2010& pTang_Ativo>1 & pTang_Ativo<
> =99 & pDim_Ativo>1 & pDim_Ativo<=99& pRisco_neg>1 & pRisco_neg<=99& pROA>1 & pROA<=99& pDiv_EBITDA>1 & pDiv_EBITDA<=99& pEBIT
> DA_VN>1 & pEBITDA_VN<=99, fe vce(robust)

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =   5364
Group variable: bplim_id                      Number of groups =   1427

R-sq:  within = 0.0179                        Obs per group:  min =    1
        between = 0.1667                       avg   =    3.8
        overall = 0.1353                       max   =    4

corr(u_i, Xb) = 0.2187                        F(6,1426)       =   111.11
                                                Prob > F        =    0.0000

                                         (Std. Err. adjusted for 1427 clusters in bplim_id)

```

End_Remun	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Tang_Ativo L1.	.1057059	.0277643	3.81	0.000	.0512426	.1601691
Dim_Ativo L1.	.0101937	.0072845	1.40	0.162	-.0040959	.0244832
Risco_neg L1.	-2.51e-06	1.05e-07	-24.04	0.000	-2.72e-06	-2.31e-06
ROA L1.	-.1241115	.0347819	-3.57	0.000	-.1923407	-.0558823
Div_EBITDA L1.	.0000606	.0000221	2.74	0.006	.0000173	.0001039
EBITDA_VN L1.	.007172	.0111879	0.64	0.522	-.0147745	.0291185
_cons	.0062803	.1063066	0.06	0.953	-.2022539	.2148145
sigma_u	.12603407					
sigma_e	.07046601					
rho	.76184903 (fraction of variance due to u_i)					

```

.
end of do-file
.

```

## Bibliografia

- Alcarva, P. (2011). *A Banca e as PME*. Porto: Vida Económica - Editorial, S. A.
- Antão, P., & Bonfim, D. (2009). Decisões das empresas portuguesas sobre estrutura de capital. (B. d. Portugal, Ed.) *Relatório de Estabilidade Financeira 2008*, pp. 187-206.
- Barbosa, L., & Pinho, P. (2016). *Estrutura de financiamento das empresas*. Obtido em 20 de agosto de 2016, de <https://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/Paginas/BdPPublicationsResearchDetail.aspx?PublicationId=664>
- Barth, J. R., Lin, D., & Yost, K. (2011). Small and Medium Enterprise Financing in Transition Economies. *Atlantic Economic Journal*, 39(1), pp. 19–38.
- Beck, T., & Demirgüçkunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), pp. 2931–2943.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22(6), pp. 613-673.
- Black, B., & Gilson, R. (1998). Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Bank versus Stock Markets. *Journal of Financial Economics*, 47, pp. 243-277.
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (1998). *Princípios de finanças empresariais (5.ª Edição)*. Lisboa: McGraw-Hill.
- CE. (2006). *Aplicar o Programa Comunitário de Lisboa: Financiar o crescimento das PME – Promover a mais valia europeia*. Bruxelas: Comissão das Comunidades Europeias. Obtido em 15 de setembro de 2016, de <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A52006DC0349>
- Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P. (1996). Small Firm Growth Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation. *Small Business Economics*, 8, pp. 59-67.
- Columba, F., Gambacorta, L., & Mistrulli, P. E. (2008). *Firms as monitor of other firms: mutual guarantee institutions and SME finance*. Munich Personal RePEc Archive.
- Correia, S. (2014). Qual o desempenho económico-financeiro da minha empresa? *Boletim Economia e Empresas*, 5, 6, 7, 8 e 9. Obtido em 20 de agosto de 2016, de <http://rpc.informador.pt/artigos/E199.0106/Qual-o-desempenho-economico-financeiro-da-minha-empresa>
- DeAngelo, H., & Masulis, R. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, pp. 3-29.
- Diamond, D. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. *Journal of Political Economy*, 97, pp. 828-862.
- Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: a study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Boston: Graduate School of Business, Harvard University Press.
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. *Conference on Research on Business Finance* (pp. 215-262). New York: National Bureau of Economic Research.
- ECMI. (2001). *A comparison of small and medium sized enterprises in Europe and in the USA*. European Capital Markets Institute.
- EMCE. (2016). *Relatório da Estrutura de Missão para a Capitalização das Empresas*. Ministério da Economia. Obtido em 10 de setembro de 2016, de <http://www.portugal.gov.pt/pt/ministerios/meco/docs/20160616-meco-programa-capitalizar.aspx>

- Esperança, J., Gama, A., & Gulamhussen, M. (2003). Corporate debt policy of small firms: an empirical (re)examination. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 10, pp. 62-80.
- Estudos da Central de Balanços, 2. (2015). *Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal 2010-2015*. Banco de Portugal.
- Farinha, F., & Félix, S. (Novembro de 2014). Uma análise de restrições de financiamento às PME portuguesas. *Artigos de Estabilidade Financeira*, 3.
- Gama, A. (2000). Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME Industriais Portuguesas. *Moderna Finança, Associação da Bolsa de Derivados do Porto*.
- Gomes, R. (2012). A Estrutura do Capital das Empresas: Teoria ao longo de 50 anos. *Economia & Empresa*, n.º 14, pp. 119-143.
- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *The Journal of Economic Perspectives*, 15, pp. 145-168.
- Gujarati, D., & Porter, D. (2009). *Basic Econometrics, Fifth Edition*. McGraw-Hill/Irwin.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 46, N.º 1, 297-355.
- INE. (2016). *Empresas em Portugal 2014*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística, I.P.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76 (2), pp. 323-329.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, N.º 4, 305-360.
- Jorge, S., & Armada, M. (2001). Factores Determinantes do Endividamento: Uma Análise de Painel. *Revista de Administração Contemporânea*, 5(2), pp. 9-31.
- Junior, F. (2012). *A estrutura do capital das PME e das grandes empresas: Uma análise comparativa*. Coimbra: Dissertação de mestrado apresentada à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- Levin, R. I., & Travis, V. R. (1987). Small Company Finance: What the Books Don't Say. *Harvard Business Review* 65(6), pp. 30-32.
- Mateus, A., & Associados. (2015). *Avaliação ex ante dos Instrumentos Financeiros dos Programas Operacionais do Portugal 2020 - Lote 1 – Instrumentos financeiros (Relatório Final)*. Sociedade de Consultores Augusto Mateus & Associados. Obtido em 17 de setembro de 2016, de <https://www.portugal2020.pt/Portal2020/relatorio-final-de-avaliacao-ex-ante-dos-instrumentos-financeiros-de-programas-do-portugal-2020>
- Matias, M. (Setembro de 2009). A assimetria informacional no financiamento das micro e pequenas empresas. *Revista TOC*, 114, pp. 59-60.
- Matias, M., Serrasqueiro, Z., & Costa, C. (2010). Banking relationship and credit terms: empirical evidence from Portuguese small firms. *American Journal of Social and Management Sciences*, 1(2), pp. 102-123.
- Mazanai, M., & Fatoki, O. (2011). The Effectiveness of Business Development Services Providers (BDS) in Improving Access to Debt Finance by Start-Up SMEs in South Africa. *International Journal of Economics and Finance*, 3(4), pp. 208–217.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, V. 53, No. 4, pp. 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. (Jun. de 1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, pp. 433-443.
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. 39, N.º 3, pp. 575-592.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information the Investors Do Not Have. *NBER Working Paper Series*, n.º 1396.

- Myers, S., & Robichek, A. (1965). *Optimal Financing Decisions, 2th Edition*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Neto e Filho, J. (2007). Capital de Risco para Capitalização das Pequenas e Médias Empresas: um estudo bibliográfico sobre os critérios para capitalização. *IV Congresso Nacional de Excelência de Gestão*.
- Nilsen, J. (2002). Trade credit and the bank lending channel. *Journal of Money, Credit and Banking*, 34, pp. 227–253.
- Novo, A. (2009). *Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas: Evidência no Mercado Português*. Aveiro: Dissertação de Mestrado, Universidade de Aveiro.
- Pereira, E. (2008). *A Pequena e Média Empresa Portuguesa e o Mercado de Capitais: A Perspectiva do Capital de Risco*. (Dissertação de Mestrado), Faculdade de Economia do Porto.
- Pinho, C., Valente, R., Madaleno, M., & Vieira, E. (2011). *Risco Financeiro: Medida e Gestão* (1.<sup>a</sup> ed.). Lisboa: Edições Sílabo, Lda.
- Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50, pp. 1421-1460.
- Raposo, F. J. (2013). *O Financiamento e a Performance das PME do Distrito de Castelo Branco*. Covilhã: Dissertação para obtenção do Grau de Mestre, Universidade da Beira Interior.
- Rocha, L. (2000). *Teoria Financeira no contexto das Pequenas e Médias Empresas: o caso do sector têxtil e de vestuário em Portugal*. Dissertação de mestrado. Aveiro: Universidade de Aveiro.
- Serrasqueiro, Z. (2001). *Financiamento das Pequenas e Médias Empresas Portuguesas: Fontes de Capital Externas na Perspectiva do Lado da Procura*. Covilhã: Tese de Doutoramento, Universidade da Beira Interior.
- Serrasqueiro, Z. (2003). Influência dos proprietários e/ou gestores nas decisões de financiamento das PME. *Gestión científica empresarial: temas de investigación actuales*, pp. 335-348.
- Serrasqueiro, Z., & Nunes, P. (2008). Determinants of Capital Structure: Comparison of Empirical Evidence from the use of Different Estimators. *International Journal of Applied Economics*, 5 (1), pp. 14-29.
- Serrasqueiro, Z., Nunes, P., & Leitão, J. (2011). Sources of finance for R&D investment: empirical evidence from Portuguese SMEs using dynamic estimators. *Management, Policy & Practice*, 13(2), pp. 187–206.
- Sogorb-Mira, F. (2005). How SME Uniqueness Affects Capital Structure: “Evidence from A 1994-1998 Spanish Data Panel. *Small Business Economics*, 25, pp. 447-457.
- Sogorb-Mira, F., & López-Gracia, J. (2003). “*Pecking Order Versus Trade-off: An Empirical Approach to the Small and Medium Enterprise Capital Structure*. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas. Obtido em agosto de 2016, de <http://ssrn.com/abstract=393160>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), pp. 1-19.
- Vieira, E., & Novo, A. J. (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. *Estudos do ISCA*, 4(2), pp. 1-16.
- Vieira, E., & Novo, J. (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. *Revista de Estudos do ISCA*, 2.
- Vos, E., & Shen, Y. (2007). The Happy Story Told by Small Business Capital Structure. *20th Australasian Finance and Banking Conference*, (pp. 12-14). Sydney, Australia.
- Wagenvoort, R. (2003). SME Finance in Europe: Introduction and Overview. *European Investment Bank Papers*, 8(2), pp. 10-20.

Walker, A. (1989). Financing the small firm. *Small Business Economics*, 1(4), pp. 285-296.