

# A Estrutura de Capital das Micro, Pequenas e Médias Empresas em Portugal

**Dissertação, apresentada ao Departamento de Gestão,  
com vista a obtenção do grau de mestre, no âmbito da  
realização do ciclo de estudos de Mestrado em Gestão de  
Negócios.**

**Autor:**

José Manuel Branquinho

Trabalho realizado sob a orientação do  
Mestre Especialista Paulo Oliveira

Março de 2021



## Agradecimentos

O meu agradecimento a todos aqueles que contribuíram para que esta dissertação fosse concluída.

Aos meus familiares mais diretos, porque viram parte do seu tempo disponível prejudicado pela minha dedicação, em primeiro lugar à Licenciatura e depois ao Mestrado.

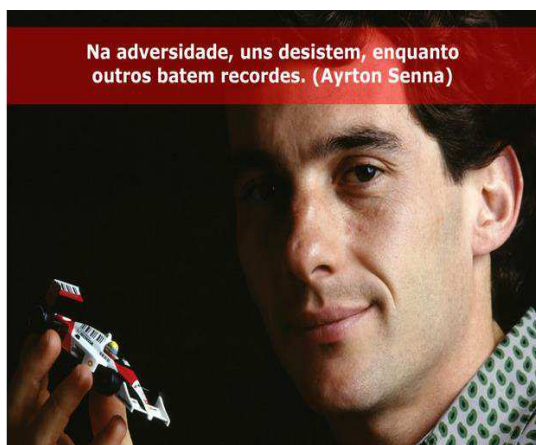
Ao senhor Luís Esteves, do Departamento de Informática da ESTGOH, pela sua prontidão a resolver contratemplos informáticos que foram aparecendo.

À Dra. Inês Baptista da Câmara e à Dra. Malene Teresa Jorgensen, responsáveis nacional e ibérica do SABI – Sistema de Avaliação Ibérica de Balanços, da Bureau Van Dijk, a Moody's Analytics Company, uma vez que sem a sua prestigiosa colaboração não seria possível aceder a tantos dados e cuja importância se demonstra quer na análise dos mesmos quer nas conclusões retiradas.

Ao Professor Paulo José Duarte Oliveira pela sua disponibilidade em acolher o pedido para ser meu orientador, bem como pelas importantes sugestões e ideias transmitidas, tornando assim possível o atingir de mais um patamar académico.

A todos os meus colegas de licenciatura e mestrado que, apesar da diferença de idades, sempre me acolheram como igual, o que veio a elevar a minha motivação para a conclusão dos desafios académicos.

Dedicar esta dissertação ao mais recente membro da família (neto) bem como ao mais antigo (pai) pois um veio trazer ainda mais motivação para a conclusão desta dissertação e para o outro porque, já não pode celebrar mais uma alegria, fruto de tudo o que me transmitiu ao longo da vida.



## Resumo

A estrutura de capital (EC) é um dos principais temas de destaque na área financeira e continua a ser um dos principais tópicos de estudo e de debate. Na segunda metade do século passado e já durante este século foram desenvolvidas teorias que pretendem explicar a forma como os gestores das empresas escolhem a estrutura de capitais das mesmas e que fatores influenciam a sua tomada de decisão, atribuindo-se maior destaque, atualmente, às teorias Trade-Off e Pecking Order.

Esta dissertação tem como objetivo o estudo da Estrutura de Capital das Micro, Pequenas e Médias Empresas (MPME), as teorias da EC bem como a influência dos capitais próprios nessas decisões.

Através deste estudo, pretende-se caracterizar os vários tipos de empresas, quer por via da sua constituição legal, quer por via da dimensão das mesmas. Para além disso, pretende-se estudar o cumprimento dos requisitos legais das MPME em Portugal no que diz respeito aos capitais próprios.

Pretende-se estudar em que medida as decisões das MPME Portuguesas, relativamente à sua EC, seguem o modelo da teoria Pecking Order ou da teoria Trade-Off.

Nesta dissertação estuda-se de que maneira o endividamento é afetado por variáveis como a reputação, rendibilidade, dimensão, tangibilidade e fornecedores.

A metodologia utilizada consiste em regressões lineares múltiplas após validação dos pressupostos necessários à sua utilização.

Dos resultados obtidos destaca-se a confirmação de quatro das cinco hipóteses formuladas (H1, H2, H4 e H5); a H3, que diz respeito à capacidade explicativa da variável Dimensão no Endividamento, apresentou evidência contrária à expectativa inicial, isto é, a relação verificada é de que à medida que a Dimensão aumenta o Endividamento diminui.

Conclui-se que nenhuma das teorias, por si só, é suficiente para explicar a Estrutura de Capital das empresas; existem decisões tomadas com base em mais do que uma das teorias.

### **Palavras-chave:**

Micro, Pequenas e Médias Empresas; Estrutura de Capital; Capitais Próprios; Subcapitalização, Pecking Order e Trade Off.

## Abstract

Capital structure is one of the most prominent topics in the financial area and, for this reason, it remains one of the main topics of study and debate even today. In the second half of the last century, and even during the current one, theories aimed at explaining how corporate managers choose the capital structure of their companies and which factors influence their decision making were developed, the greater emphasis being currently directed towards the Trade-Off and Pecking Order theories.

This dissertation aims to study the Capital Structure of Micro, Small and Medium Enterprises (MSME's), the Capital Structure theories as well as the influence of self-owned capitals in these decisions.

Through this study, a characterization of the various types of companies is intended, based in their legal constitution as well as their size. Furthermore, the compliance of MSME's in Portugal with the legal requirements regarding self-owned capitals will also be looked into.

To what extent the capital structure decisions of Portuguese MSME's follow the Pecking Order or Trade-Off theory models is also a consideration in this study.

This dissertation investigates whether debt is affected by variables such reputation, profitability, size, tangibility and suppliers.

The methodology used consists of multiple linear regressions after validation of the assumptions necessary for their use.

The results obtained confirm four of the five hypotheses formulated (H1, H2, H4 and H5); H3, which concerns the explanatory capacity of the variable Dimension on Indebtedness, presented evidence contrary to the initial expectation, that is, the relationship verified is that as the Dimension increases Indebtedness decreases.

It is concluded that none of the theories, by itself, is sufficient to explain the Capital Structure of companies; there are decisions taken based on more than one of the theories.

### **Keywords:**

Micro, Small and Medium-Sized Enterprises; Capital Structure; Own Capital; Undercapitalisation, Pecking Order e Trade Off.

## Abreviaturas

- ALD – Aluguer de Longa Duração
- APBA – Associação Portuguesa de Business Angels
- ANDC - Associação Nacional de Direito ao Crédito
- BA – Business Angels
- BCP – Banco Millennium
- CASES - Cooperativa António Sérgio para a Economia Social
- CGD – Caixa Geral de Depósitos
- CA – Capital Alheio
- CP – Capital Próprio
- CS – Capital Social
- CSC – Código das Sociedades Comerciais
- DF – Demonstrações Financeiras
- DL – Decreto-Lei
- DR – Diário da Republica
- EBITDA – Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
- EC – Estrutura de Capital
- IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação
- IEFP – Instituto de Emprego e Formação Profissional
- INE – Instituto Nacional de Estatística
- MM- Modigliani e Miller
- MPME – Micro, Pequenas e Médias Empresas
- NB – Novo Banco
- NCRF – Normas Contabilísticas de Relato Financeiro
- PADES - Programa de Apoio ao Desenvolvimento da Economia Social
- PME – Pequenas e Médias Empresas

PNM – Plano Nacional de Microcrédito

SABI – Sistema de Avaliação de Balanços Ibéricos

SGM - Sociedades de Garantia Mútua

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

SPGM – Sociedade Portuguesa de Garantia Mutua

TMT – Teoria do Market Timing

TPO - Teoria Pecking Order

TTO - Teoria Trade Off

TTOE - Trade Off Estática

TTOD - Trade Off Dinâmica

UE – União Europeia

WACC - *Weighted Avarage Cost of Capital* (custo médio ponderado do capital)

## Índice:

<b>1.- Introdução .....</b>	<b>1</b>
1.1.- Motivação.....	2
<b>2.- Caracterização das MPME .....</b>	<b>3</b>
2.1.-Conceito de Empresa .....	3
2.1.1.- Caracterização das MPME.....	4
<b>3.- Revisão de Literatura.....</b>	<b>9</b>
3.1.- A Estrutura de Capital das Empresas .....	9
3.2.-Teorias da Estrutura de Capital .....	12
3.2.1.- Evolução das principais teorias da estrutura de capital .....	13
3.2.1.1.- Abordagem Tradicional .....	14
3.2.1.2.- Modigliani e Miller - a irrelevância da estrutura de capital .....	14
3.2.1.3.- Modigliani e Miller - a incorporação de Impostos.....	17
3.2.1.4.- Teoria Trade Off .....	19
3.2.1.5.- Teoria da Agência .....	21
3.2.1.6.- Teoria da Sinalização .....	24
3.2.1.7.- Teoria Pecking Order .....	26
3.3.- Estudos Empíricos realizados sobre a Estrutura de Capital .....	29
<b>4.- Caracterização do capital social e do capital próprio.....</b>	<b>39</b>
4.1.- O Capital Social .....	39
4.1.1- O Capital Social das MPME em Portugal.....	41
4.1.1.1.- Amostra.....	41
4.1.1.2.- Caracterização do Capital Social das MPME em Portugal .....	41
4.2.- O Capital Próprio .....	43
4.3.- O Artigo 35º do Código das Sociedades Comerciais .....	45
4.3.1.- Amostra.....	47
4.3.2.- Caracterização MPME que não cumprem o Art.º 35º do CSC .....	48

<b>5.- Metodologia e Resultados .....</b>	<b>51</b>
5.1.- Caraterização da Amostra .....	51
5.2.- Definição das Variáveis .....	53
5.2.1.- Variáveis Dependentes/Explicadas: .....	54
5.2.2.- Variáveis Independentes/Explicativas .....	55
5.3.- Análise de Dados .....	61
5.4.- Discussão dos Resultados .....	68
<b>6.- Conclusões .....</b>	<b>77</b>
<b>7.- Referências Bibliográficas .....</b>	<b>79</b>

## Índice de ilustrações

Ilustração 1 - Caracterização das MPME na UE.....	4
Ilustração 2 - Classificação MPME segundo DL 98/2015 .....	5
Ilustração 3 - Empresas por Dimensão e Forma Jurídica .....	5
Ilustração 4 - Evolução da criação e morte das empresas .....	6
Ilustração 5 - Número de Empresas existentes na UE.....	6
Ilustração 6 - MPME e Empregabilidade por tipo de empresas na UE.....	7
Ilustração 7 - Empregabilidade nas MPME em Portugal .....	8
Ilustração 8 - Evolução das principais teorias da EC .....	13
Ilustração 9 - Pressupostos dos dados retirados do SABI - MPME .....	41
Ilustração 10 – Composição do Capital Social nas MPME em Portugal .....	42
Ilustração 11 – Composição do Capital Social nas MPME em Portugal .....	42
Ilustração 12 - Pressupostos dos dados retirados do SABI - MPME .....	47
Ilustração 13 - Art.º 35 CSC - Estratégia de pesquisa de dados no SABI.....	47
Ilustração 14 – Número e Percentagem de MPME´s abrangidas pelo Art.º 35 CSC .....	49
Ilustração 15 – MPME abrangidas pelo Art.º 35 CSC com Capital Próprio positivo .....	50
Ilustração 16 - MPME abrangidas pelo Art.º 35 CSC com Capital Próprio negativo .....	50
Ilustração 17 - Estratégia de Pesquisa SABI - Dados MPME 2019.....	52
Ilustração 18 – Metodologia - Variáveis Dependentes .....	54
Ilustração 19 – Número de MPME por antiguidade em 2019.....	56
Ilustração 20 - Percentagem de MPME por antiguidade em 2019.....	56
Ilustração 21 - Metodologia – Variáveis Independentes .....	61
Ilustração 22 – Peso das variáveis Independentes .....	63
Ilustração 23 – Sinais esperados / verificados das variáveis independentes .....	64
Ilustração 24 – Matriz de Correlação de Pearson para as variáveis independentes .....	64
Ilustração 25 – Média e Desvio Padrão das variáveis dependentes e independentes .....	65
Ilustração 26 – Grau de Determinação do Modelo .....	65
Ilustração 27 – Valor Estatístico do Modelo.....	66

Ilustração 28 – Gráfico de Dispersão – Endividamento Geral .....	67
Ilustração 29 – Gráfico de Dispersão – Endividamento Curto Prazo .....	67
Ilustração 30 – Gráfico de Dispersão – Endividamento Médio Longo Prazo .....	68
Ilustração 31 - Implicações das teorias nos sinais verificados nas hipóteses .....	73

## 1.- Introdução

A presente dissertação pretende estudar a EC das Micro, Pequenas e Médias Empresas (MPME), que se traduz na maximização do valor das empresas dotando os decisores com conhecimentos e mecanismos que conduzam à tomada das melhores decisões no sentido de garantir a solidez, solvabilidade e autonomia das mesmas e potenciar as oportunidades de crescimento e investimento. A maneira mais adequada da empresa balancear os seus recursos é combinando CP com capital alheio (CA), entrando numa ótica de maximização do seu valor e minimização do custo médio ponderado de capital (WACC).

Na prossecução desse objetivo as MPME recorrem a diferentes fontes de financiamento, com diferentes maturidades, ponderando sobre qual a fonte de financiamento a utilizar ou a sua proporção por forma a procurar encontrar um equilíbrio tendo em conta a criação de valor. A EC traduz a forma como as empresas se financiam, recorrendo a capitais próprios ou a capitais alheios.

Os motivos que levam as empresas a optarem por determinadas fontes de recursos e consequentemente por determinada EC ainda se apresentam muito divergentes e associados a diferentes teorias/metodologias.

As teorias da EC são dos temas mais pesquisados e debatidos na literatura financeira atual que procuram identificar e analisar os fatores que influenciam as decisões sobre o financiamento, desde David Durand (1952) quando este afirma que existe uma estrutura ótima de capital.

A EC ganhou especial relevância na investigação com a publicação do trabalho de Franco Modigliani e de Merton H. Miller (1958) “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”. A publicação deste artigo originou o surgimento de várias teorias explicativas da EC, normalmente agregadas em teoria da pecking order e teoria do trade-off. Esta última abrange os argumentos fiscais, de falência e de agência (Gomes, 2012).

Esta dissertação efetuará a caracterização das MPME’s no capítulo 2, em termos de conceito, a sua constituição e dimensão em Portugal e na UE.

No capítulo 3 vamos efetuar a revisão de literatura das principais teorias explicativas da EC das MPME; faz-se uma apresentação da evolução das teorias e no final deste capítulo apresentam-se os principais estudos empíricos realizados sobre esta temática.

Das várias teorias de estrutura de capitais, identificaram-se algumas teorias como a Abordagem Tradicional, a de Modigliani & Miller, a Teoria Pecking Order, a Teoria do Trade-off, a Teoria da Sinalização e a Teoria de Agência.

No capítulo 4 apresenta-se a caracterização do capital social e do capital próprio das MPME em Portugal, fazendo uma abordagem à caracterização das MPME referente ao não cumprimento do Art.º 35 do CSC (perda de metade do capital social). De seguida entramos no capítulo 5 onde será apresentado o estudo empírico realizado, nomeadamente a metodologia a seguir, a caracterização da amostra, a definição das variáveis dependentes ou explicadas bem como das variáveis independentes ou explicativas. É também neste capítulo que é apresentada a recolha, análise dos dados e resultados obtidos.

Finalmente, no sexto e último capítulo, são expostas as principais conclusões da investigação realizada, assim como as suas limitações. São ainda apresentadas linhas de investigação futuras, as quais surgem como um desenvolvimento possível deste trabalho.

### 1.1.- Motivação

A motivação pessoal da escolha deste tema a apresentar em dissertação para a obtenção do grau de Mestre em Gestão de Negócios, prende-se principalmente com a minha vasta experiência, de cerca de trinta anos, de atividade bancária e de cerca de meia dúzia de anos de atividade como diretor financeiro num grupo de oito empresas, de vários ramos de atividade, com um volume total de faturação, durante o ano transato, a ultrapassar os duzentos milhões de euros.

Durante a minha atividade bancária, na maioria do tempo como gestor de clientes e como Gerente de Agência, tive a oportunidade de contactar diretamente com as empresas, em primeiro lugar na perspetiva de angariação de clientes para o Banco e, posteriormente, na preparação, discussão e intervenção no processo de decisão de concessão de financiamento. Na maioria dos casos eram as empresas que comunicavam os tipos de financiamento que procuravam.

Após esta longa passagem pela atividade bancária, a minha ação inverteu-se, passando a atuar enquanto parte integrante das empresas e a intervir agora numa perspetiva diferente.

Com base nestas experiências vividas e alicerçado na recente licenciatura em Administração e Finanças, decidi optar pelo tema apresentado com o objetivo de melhor compreender as decisões tomadas nas MPME sobre a sua EC, as teorias relativas à EC bem como a relação destas teorias com a estrutura das MPME em Portugal.

## 2.- Caracterização das MPME

### 2.1.-Conceito de Empresa

No que diz respeito ao conceito de empresa, é de referir que existem diversas definições para esta palavra.

Em 2003, Comissão das Comunidades Europeias define “Empresa” como uma entidade que exerce uma qualquer atividade económica. Estas entidades podem exercer uma atividade artesanal ou outras atividades, a título individual ou familiar, e podem também ser sociedades de pessoas ou de associações que exercem regularmente uma atividade económica independentemente da sua forma jurídica.

Grande parte das definições de empresa têm, em comum, alguns termos: uma organização de fatores produtivos, que cria bens, destinados à troca e com vista à obtenção de lucro (Abreu, 2014).

Por outro lado, o Eurostat – Statistics Explained (2019) indica que uma “Empresa” é uma unidade organizacional que produz bens ou serviços, que pode realizar em simultâneo mais do que uma atividade económica. É ainda referido que essa unidade organizacional tem sempre associada a autonomia na tomada de decisões, que pode estar situada em mais do que um local e que pode também ser constituída por uma ou mais unidades legais.

Assim, conclui-se que uma “Empresa” é uma entidade que exerce uma ou mais atividades (bens e/ou serviços) de forma regular e independente, com uma ou várias localizações e com um propósito de obtenção de lucro.

### 2.1.1.- Caracterização das MPME

De acordo com a Recomendação da Comissão das Comunidades Europeias a definição de micro, pequenas e médias empresas, de 6 de Maio de 2003, é: “A categoria das Micro, Pequenas e Médias Empresas, 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”.

Os parâmetros que se encontram na base da distinção entre micro, pequenas e médias empresas encontram-se representados na Ilustração 1, adaptada da Recomendação da Comissão das Comunidades Europeias de 6 de Maio de 2003 (2003/361/EC) Jornal Oficial da União Europeia, L 124/36 de 20/05/2003.

Categoria da empresa	Trabalhadores	Volume de Negócios Anual	Ativo Total
Micro	0 até < 10	< € 2 milhões	< € 2 milhões
Pequena	10 até < 50	< € 10 milhões	< € 10 milhões
Média	50 até < 250	< € 50 milhões	< € 43 milhões

Ilustração 1 - Caracterização das MPME na UE

Elaboração própria

Em Portugal, as entidades são definidas como MPME, através de um conjunto de critérios quantitativos, definidos atualmente no Artigo 9.º do Decreto-Lei (DL) n.º 98/2015, de 2 de junho (Diário da Republica, 2015). Estes critérios servem de base para aplicação das Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro (NCRF) e apresentação das Demonstrações Financeiras (DF's). A nomenclatura das empresas tem por base o cumprimento de dois de três critérios, conforme apresentados na ilustração 2, adaptada do Art.º 9º do DL n.º 98/2015, de 2 de junho (Diário da Republica, 2015).

De observar que estes critérios se diferenciam dos critérios apresentados anteriormente, na ilustração 1, provenientes da Recomendação da Comissão das Comunidades Europeias.

## A Estrutura de Capital das Micro, Pequenas e Médias Empresas em Portugal

categoria de empresa	trabalhadores	volume de negócios anual	Ativo Total
Grande	>250	> 20 000 000€	> 40 000 000€
Média	< 250	< 20 000 000€	< 40 000 000€
Pequena	< 50	< 4 000 000€	< 8 000 000€
Micro	< 10	< 350 000€	< 700 000€

Ilustração 2 - Classificação MPME segundo DL 98/2015

Elaboração própria

Na Ilustração 3 é possível observar, segundo os dados do INE - Instituto Nacional de Estatística (2020), a evolução do número de empresas constituídas em Portugal.

Localização geográfica	Período de referência dos dados	Empresas (N.º) por Dimensão e Forma jurídica; Anual	
		Forma jurídica	
		Dimensão	
		1: Pequenas e médias empresas (PME)	2: Grandes
		N.º	N.º
PT: Portugal	2018	1276965	1199
	2017	1241549	1144
	2016	1195064	1038
	2015	1162069	1013
	2014	1127285	973

Empresas (N.º) por Dimensão e Forma jurídica; Anual - INE, Sistema de contas integradas das empresas

Última atualização destes dados: 13 de fevereiro de 2020  
<http://www.ine.pt>

Ilustração 3 - Empresas por Dimensão e Forma Jurídica

Pelos dados apresentados é possível concluir que, em 2018, as MPME representavam 99,906% do total das empresas, sendo que o número das grandes empresas era bastante reduzido, 0,094% (1 199 num universo de 1 278 164 empresas). De referir que o número de MPME era de 1 127 285 no ano de 2014 e que em 2018 era de 1 276 965. Regista-se um crescimento efetivo na ordem dos 13,28%.

Estes valores, apresentados na ilustração 3, vão de encontro aos valores mencionados na página 9, parágrafo 1, sobre as MPME dentro da União Europeia (UE) onde estas também representam 99% da totalidade de empresas existentes.

## A Estrutura de Capital das Micro, Pequenas e Médias Empresas em Portugal

Entre 2008 e 2018 verificou-se um aumento acentuado na criação/nascimento de empresas, uma diminuição das novas insolvências e uma tendência de estabilidade encerramento/morte (Informa D&B, 2018), conforme observável na Ilustração 4.

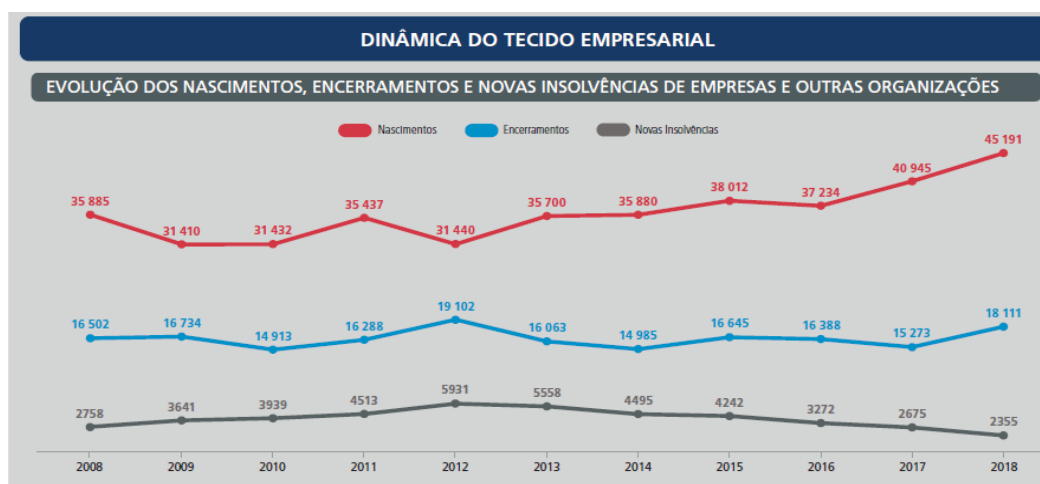


Ilustração 4 - Evolução da criação e morte das empresas

No que respeita à realidade a nível europeu (conforme apresentado na Ilustração 5), verifica-se que na União Europeia (UE), considerando a totalidade dos 28 países, apenas cerca de 44 000, do total de 22 347 000 empresas, são grandes empresas (cerca de 0,20%) (Eurostat - Statistics Explained, 2015).

Verifica-se ainda, a nível da empregabilidade, que as MPME dão emprego a cerca de 67% e as grandes empresas a cerca de 33% do total das pessoas empregadas.

	Number of enterprises	Number of persons employed	Value added
	(thousands)		(EUR million)
<b>All enterprises</b>	22 347	133 767	6 184 825
<b>All SMEs</b>	22 303	89 690	3 557 448
<b>Micro</b>	20 718	39 000	1 300 000
<b>Small</b>	1 362	28 000	1 100 000
<b>Medium-sized</b>	224	22 967	1 128 743
<b>Large</b>	44	44 078	2 627 377

Ilustração 5 - Número de Empresas existentes na UE

De 2015 para 2017 na UE (totalidade dos 28 países) verificaram-se alterações consideráveis. O total de 22 303 000 MPME, em 2015, obteve um crescimento para 24 483 496, representando um aumento de 9,77% no número total de MPME existentes.

## A Estrutura de Capital das Micro, Pequenas e Médias Empresas em Portugal

Verificou-se um ligeiro aumento na percentagem de empregabilidade nas grandes empresas (de 33% para 33,60%) e uma redução na mesma proporção nas MPME (de 67% para 66,40%). Estes dados são visíveis na ilustração 6 (European Commission, 2018).

	Micro SMEs	Small SMEs	Medium-sized SMEs	All SMEs	Large enterprises	All enterprises
<i>Enterprises</i>						
Number	22,830,944	1,420,693	231,857	24,483,496	46,547	24,530,050
%	93.1%	5.8%	0.9%	99.8%	0.2%	100.0%
<i>Value added</i>						
Value in € (trillion)	1,525.6	1,292.1	1,343.0	4,160.7	3,167.9	7,328.1
%	20.8%	17.6%	18.3%	56.8%	43.2%	100.0%
<i>Employment</i>						
Number (in 000)	41,980,528	28,582,254	24,201,840	94,764,624	47,933,208	142,697,824
%	29.4%	20.0%	17.0%	66.4%	33.6%	100.0%

Ilustração 6 - MPME e Empregabilidade por tipo de empresas na UE

Em Portugal, relativamente ao ano de 2017, constata-se que as MPME têm ao seu serviço 79,06% do total da população empregada, estando a parte restante (20,94%) ao serviço nas grandes empresas. Em termos de volume de negócios verifica-se que as MPME representam 59,82% do total e as grandes empresas representam 40,18% (INE - Instituto Nacional de Estatística, 2019), conforme ilustração 7.

**Figura 2.1.0.1 - Principais indicadores económicos das empresas não financeiras (2017)**

	Empresas		Pessoal ao serviço		Volume de negócios		VAB		Gastos com o pessoal		EBE	
	2017	TV anual	2017	TV anual	2017	TV anual	2017	TV anual	2017	TV anual	2017	TV anual
	Nº	%	Nº	%	10 <sup>6</sup> Euros	%	10 <sup>6</sup> Euros	%	10 <sup>6</sup> Euros	%	10 <sup>6</sup> Euros	%
<b>Total das empresas não financeiras</b>	1 242 693	3,9	3 892 218	5,1	371 478	9,1	92 690	8,5	52 619	7,6	40 222	9,4
<i>Forma jurídica</i>												
Empresas individuais	847 726	4,0	936 226	4,0	15 333	5,1	6 991	8,3	1 242	4,4	5 916	8,4
Sociedades	394 967	3,7	2 955 992	5,4	356 145	9,3	85 699	8,5	51 378	7,6	34 306	9,5
Anónimas	22 213	-1,5	953 278	4,5	182 774	8,0	42 375	5,9	21 794	4,9	20 159	7,2
Quotas	364 326	4,1	1 903 439	5,9	157 868	11,2	39 790	12,3	27 393	9,9	12 459	16,8
Outras	8 428	-1,8	99 275	3,8	15 503	5,4	3 534	0,5	2 191	7,8	1 688	-8,3
<i>Dimensão</i>												
PME	1 241 549	3,9	3 077 399	4,1	222 207	7,4	59 121	8,9	35 205	6,6	24 334	11,7
Grandes	1 144	10,2	814 819	9,0	149 271	11,7	33 569	7,8	17 415	9,5	15 888	6,0

Ilustração 7 - Empregabilidade nas MPME em Portugal

### 3.- Revisão de Literatura

#### 3.1.- A Estrutura de Capital das Empresas

As MPME são o motor do crescimento económico no mundo industrializado. As MPME representam 99% das empresas dentro da União Europeia (UE), são responsáveis por 66% do total do emprego e de 58% do valor acrescentado (Massaro, Handley, Bagnoli, & Dumay, 2016).

As MPME podem ser distinguidas das grandes empresas pelos seus recursos limitados, diferentes capacidades e práticas de gestão (Massaro et al., 2016).

As empresas não têm uma EC definida. Neste contexto, a EC das empresas é o resultado de decisões de financiamento hierárquicas ao longo do tempo (Myers & Majluf, 1984).

Empreendimentos de MPME não têm os recursos a que as grandes empresas podem facilmente aceder. A maioria dos pequenos empreendimentos operam em indústrias altamente fragmentadas. Forças externas, tais como regulamentos governamentais e leis fiscais, são agudamente mais sentidas por pequenos empreendimentos do que pelos grandes (Chaganti, DeCarolis, & Deeds, 1996).

A ineficiência dentro da economia levou os indivíduos a criar o seu próprio emprego. Iniciou-se assim a criação/constituição das MPME. Verifica-se então que a sociedade está a mudar com o aparecimento de novos empreendedores. As MPME desempenham um papel deveras importante na economia, influenciando a vida social, porque estas pessoas fazem parte integrante do tecido social (Barkhatov, Pletnev, & Campa, 2016).

O empresário coloca capital numa empresa por um período pré-determinado, não garante o seu retorno e assume totalmente o risco do negócio. O financiador (bancário ou privado) concede o empréstimo com condições negociadas e acordadas previamente (período de tempo, juros, reembolso e garantia, sendo esta última geralmente suportada por bens do devedor). Um dado de realce é que as MPME familiares são financiadas por CP em níveis mais elevados do que as outras empresas (Beck & Demirguc-Kunt, 2006).

O estudo das decisões sobre a EC das empresas é já bastante antigo; tais estudos têm vindo a ser realizados tendo em conta que o nível de endividamento da empresa se deve aproximar, o mais possível, da estrutura ótima de capital, tendo como principal objetivo a maximização dos lucros (Miglo, 2020).

A EC e a estabilidade financeira são os principais problemas das empresas na economia global e concorrencial existente. A deliberação sobre a EC é das decisões mais importantes na vida das empresas. É essencial ter em conta diversos fatores: o custo de capital para a empresa, a estrutura de propriedade da empresa, a área de negócios, etc.(Beck & Demircuc-Kunt, 2006).

A maioria dos estudos tem abordado os determinantes da dívida de grandes empresas e de empresas cotadas em bolsa; recentemente a situação tem-se invertido e têm aparecido estudos analisando as decisões sobre a EC das MPME's. A explicação para esta mudança de direção tem a ver com a importância, cada vez maior, das MPME's, quer ao nível do número de empresas criadas, quer ao volume de emprego, quer ainda em relação ao volume de transações e consequentemente volume de negócios (Serrasqueiro & Caetano, 2015).

As empresas chegam a um nível ótimo de dívida quando o benefício marginal de uma unidade de dívida adicional é semelhante ao seu custo marginal (Alcarva, 2017).

As empresas escolhem estrategicamente estruturas de capitais mais conservadoras quando enfrentam maiores ameaças competitivas resultantes da potencial perda dos seus segredos comerciais para rivais (Klasa, Molina, Serfling, & Srinivasan, 2017).

As decisões de investimento e de financiamento estão mutuamente relacionadas entre si. O investimento em vias lucrativas requer dinheiro e, portanto, necessita de uma mudança na estrutura financeira, reestruturando a proporção de fontes alternativas de financiamento. Assim, é necessária uma EC ótima para maximizar o valor da empresa. A empresa pretende indiretamente aumentar os retornos aos seus acionistas. O objetivo básico de uma empresa é a maximização da riqueza dos seus acionistas, o que influenciará positivamente o valor da empresa (Satish Kumar, 2017).

O desenvolvimento económico na era da globalização exige que os gestores da empresa sejam cuidadosos na tomada de decisões relacionadas com a EC. A decisão sobre a EC correta pode determinar a melhor proporção entre o financiamento interno e o financiamento externo e minimizar o risco de falência.

A EC deve ser examinada relativamente à forma como a dívida e a composição do CP da empresa influenciam o seu valor de mercado. A combinação dívida/CP da empresa pode ter implicações importantes para o valor da empresa e o custo do capital. Ao maximizar a riqueza dos acionistas, a empresa utiliza mais capital da dívida na EC, uma vez que os juros pagos são dedutíveis nos impostos e reduzem o custo efetivo da dívida. Outros acionistas não têm de partilhar os seus lucros com os detentores de dívidas, uma vez que os detentores de dívidas obtêm um rendimento fixo.

Contudo, quanto mais elevado for o capital da dívida, mais arriscada é a empresa, daí o seu custo de capital ser mais elevado. Por conseguinte, é importante identificar os elementos importantes da EC, a medida precisa destes elementos e a melhor EC para uma empresa em particular num determinado momento (Abeywardhana, 2017; Luigi & Sorin, 2009; Mostafa & Boregowda, 2014).

Na primeira década do século XXI assistiu-se a períodos de expansão bem como a períodos de recessão. Estas diferentes fases dos ciclos económicos tiveram impacto sobre o valor das empresas. O valor da empresa tem em conta os seus investimentos passados e futuros. Para financiar estes investimentos, a empresa tem de escolher uma combinação financeira adequada. A angústia financeira, potencialmente conducente à falência, pode muito bem ser uma realidade quando se tomam decisões erradas ou incorretas com o equilíbrio da EC. Portanto, a EC é uma das principais áreas de preocupação de uma empresa (Satish Kumar, 2017).

A EC ótima é uma pré-condição essencial para as empresas, embora a definição da EC ótima seja difícil de descrever. Os estudos disponíveis apresentam muitos fatores diferentes e contraditórios que precisam de ser tidos em conta nas decisões financeiras estratégicas dos gestores. A sua importância e intensidade são diferentes para as entidades empresariais individuais. Dadas as especificidades das empresas no segmento das MPME, alcançar uma EC ótima é uma tarefa difícil, uma vez que não existe um modelo de EC ótima que possa ser universalmente aplicado na prática empresarial (Belas, Gavurova, & Toth, 2018).

É importante estudar as decisões financeiras das MPME, centradas na sua EC face à existência de restrições financeiras. A EC está essencialmente preocupada com a forma como uma empresa financia as suas operações globais e o seu progresso, utilizando diferentes fontes de financiamento.

A EC das empresas é o resultado de um conjunto de situações, que combina decisões de financiamento, racionamento de crédito de fornecedores e condições de mercado, todas elas condicionadas pelo fenómeno da informação assimétrica.

O acesso ao financiamento externo, especialmente para as MPME, é tradicionalmente um tema de grande interesse económico (Martinez, Scherger, & Guercio, 2018).

A empresa deve ser precisa na determinação da composição da EC, de acordo com a sua condição de financiamento (Simatupang, Purwanti, & Mardiaty, 2019).

As empresas diferem umas das outras em aspetos importantes; em particular, a heterogeneidade da dimensão da empresa é importante. As grandes empresas têm geralmente um acesso mais fácil aos mercados de obrigações. Existem diferentes interpretações de como as empresas se financiam a si próprias, algo há muito reconhecido na literatura sobre EC e que sublinham o papel em constante mutação do financiamento de CP (Frank, Goyal, & Shen, 2020).

### 3.2.-Teorias da Estrutura de Capital

Partindo da teoria da irrelevância da estrutura de capital de Modigliani e Miller (MM) (1958), descrevem-se em seguida as várias teorias que têm sido apresentadas para explicar a EC.

Existem algumas teorias sobre a EC: Teoria da Agência, Teoria da Sinalização, Teoria Pecking Order (TPO) e Teoria Trade Off (TTO) (Serrasqueiro & Caetano, 2015).

Grandes teorias surgiram ao longo dos anos, após a assunção do modelo perfeito de irrelevância da EC do mercado. A TTO pressupõe que as empresas têm um rácio de endividamento ótimo e que negociam com o benefício e o custo do financiamento da dívida e do CP (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984).

Ainda segundo estes autores a TPO assume que as empresas seguem uma hierarquia de financiamento que minimiza o problema da assimetria de informação.

A TPO define-se como sendo a EC das empresas que é o resultado de decisões de financiamento hierárquicas ao longo do tempo (Serrasqueiro & Caetano, 2015).

De acordo com a TPO as empresas devem atingir o nível de endividamento que maximize as vantagens fiscais da dívida e minimize a possibilidade de falência (Serrasqueiro & Caetano, 2015)

A teoria da agência mostra como os conflitos existentes, por um lado, entre gestores e proprietários e, por outro, entre proprietários-gestores e credores, podem afetar as decisões de financiamento das empresas (Serrasqueiro & Caetano, 2015).

A teoria da sinalização que, na presença de assimetrias de informação, aborda a possibilidade dos proprietários-gestores mais bem informados enviarem sinais aos investidores externos através das decisões sobre a EC da empresa (Serrasqueiro & Caetano, 2015).

### 3.2.1.- Evolução das principais teorias da estrutura de capital

Evolução das principais teorias da estrutura de capital		
Teoria da Irrelevância	Modigliani e Miller (1958)	o valor da empresa não é afetado pela estrutura de capital da empresa
Teoria da Relevância	Modigliani e Miller (1963)	incorporaram o efeito do imposto no custo do capital e no valor da empresa
Teoria Trade - Off	Kraus and Litzenberger (1973)	"trade-off" entre os custos e benefícios da dívida. De entre os benefícios da dívida encontramos nomeadamente os benefícios fiscais e entre os custos devemos referir os custos de falência.
Teoria da Agência	Jensen and Meckling (1976)	Impacto dos conflitos entre gerente-accionista e detentor da dívida na estrutura de capital
Teoria da Sinalização	Ross (1977)	Perceção da questão da dívida como um sinal favorável de desempenho em relação à questão da equidade
Teoria Pecking Order	Myers (1984), Myers and Majluf (1984)	Devido aos custos de transação e assimetria de informação, as empresas procuram autofinanciar-se em primeiro lugar com lucros retidos e em seguida com recurso à dívida sem risco; depois, recorrendo à dívida com risco; e, por último, à emissão de ações junto a investidores externos à empresa.

Ilustração 8 - Evolução das principais teorias da EC

Elaboração Própria – fonte: (Bajaj, Kashiramka, & Singh, 2020)

### 3.2.1.1.- Abordagem Tradicional

O que leva as empresas a adotar por uma ou outra EC é motivo de debate há décadas, possuindo uma vertente teórica desde David Durand (1952) quando este afirma que existe uma estrutura ótima de capital. As decisões sobre o financiamento resultam da escolha de um “mix” de fontes de recursos de longo prazo que maximizem o valor dos projetos selecionados e envolvem, direta ou indiretamente, a procura de uma estrutura ótima de capital capaz de minimizar o custo de capital através de uma combinação ideal de CP e CA (Gomes, 2012).

A abordagem tradicional da EC está associada ao trabalho de David Durand (1952). Defende que existe uma EC ótima, ou seja, uma combinação ótima de capitais alheios e capitais próprios que maximiza o valor da empresa e minimiza o custo médio ponderado do capital. A abordagem tradicional não corresponde a uma verdadeira teoria, pois não é suportada por nenhum modelo formal. Os seguidores da abordagem tradicional defenderam que o custo da dívida mantém-se estável até um determinado nível de endividamento, a partir do qual começa a aumentar de forma a compensar o acréscimo de risco financeiro. As empresas podem endividar-se até ao ponto em que o custo médio ponderado do capital atinja o seu mínimo, ou seja, o ponto ótimo em que as empresas atingem o seu valor máximo (Durand, 1952).

Esta abordagem defende ainda que a empresa beneficia ao recorrer a capital alheio, pois o custo do CP é mais elevado do que o custo do CA, por isso, quanto mais dívida a empresa utilizar menor será o custo médio ponderado do capital.

### 3.2.1.2.- Modigliani e Miller - a irrelevância da estrutura de capital

No campo académico e principalmente na área das finanças, a prova de irrelevância da EC de MM (1958) tem sido elogiada como a pedra angular das finanças científicas modernas. Contudo, a teoria da irrelevância da EC baseia-se num conjunto de pressupostos, que são irrealistas e contraditórios com o pressuposto principal das finanças académicas correntes.

Aquele documento mostra que, ao fazer pressupostos mais apropriados, a EC torna-se relevante (Ardalan, 2017).

O estudo de MM marcou o início de uma moderna teoria financeira. Estes investigadores defenderam que a EC é irrelevante para o valor da empresa em situação de mercados de capitais perfeitos. A teoria de MM contraria a teoria tradicional da EC (Modigliani & Miller, 1958).

A teoria da irrelevância da EC de MM (1958) é considerada como o ponto de partida da teoria moderna da EC. Com base em pressupostos relacionados com o comportamento dos investidores e do mercado de capitais MM ilustra que o valor da empresa não é afetado pela EC da empresa. Os títulos são negociados em mercado de capitais perfeito, toda a informação relevante está disponível para que insiders e outsiders tomem a decisão (não existe assimetria de informação), ou seja, não existem custos de transação, custos de falência e impostos.

A contração e concessão de empréstimos é possível para empresas e investidores individuais à mesma taxa de juro que permite uma alavancagem caseira, empresas que operam em classes de risco semelhantes e têm uma alavancagem operacional semelhante, os juros a pagar sobre a dívida não poupam quaisquer impostos e as empresas seguem o pagamento de dividendos a 100%. Sob estes pressupostos, a teoria de MM provou que não existe um rácio ótimo de endividamento e que a EC é irrelevante para a riqueza dos acionistas (Abeywardhana, 2017).

MM (1958) afirmaram nos seus estudos que duas empresas idênticas teriam o mesmo valor, independentemente da EC que adotassem, sendo apenas relevantes para o valor da empresa as decisões de investimento tomadas; para a elaboração do seu modelo apontavam a existência de um mercado de capitais perfeito (Vieira & Novo, 2010).

Para além desse pressuposto MM (1958) apontavam ainda que:

- as empresas e os indivíduos acediam ao financiamento com a mesma facilidade e à mesma taxa;
- não existiam impostos nem custos de insolvência financeira;
- as expectativas dos investidores eram homogéneas;
- os ativos eram perfeitamente divisíveis e financiados por obrigações e ações, também estas divisíveis.

A teoria de MM (1958) fez claramente alguns progressos sobre a EC irrelevante para o valor de uma empresa.

No entanto, sabia-se muito pouco sobre a relevância empírica das diferentes teorias. O trabalho empírico tem desenterrado algumas dúvidas sobre a escolha da EC (Klasa et al., 2017).

A teoria de MM (1958) baseado nos pressupostos dos mercados de capitais perfeitos apresenta duas proposições diretamente relacionadas com a EC:

Proposição 1: “O Valor da empresa endividada é igual ao valor da empresa não endividada”.

- Modigliani e Miller (1958) declaram que a EC de uma empresa é irrelevante, o que leva a afirmar que nenhuma poderá ser qualificada como melhor ou pior para os seus acionistas. Em contexto de mercado de capitais perfeito, não existe possibilidade de se obterem ganhos de arbitragem, e duas empresas com o mesmo grau de risco, tem o mesmo valor, independentemente da EC que as compõe. O valor de mercado de qualquer empresa é independente da sua EC e é dado pela capitalização do resultado esperado à taxa de atualização apropriada para a classe; defenderam que o valor de mercado de uma empresa é determinado pelo investimento e pela classe de risco a que a empresa pertence.

Proposição 2: “taxa de rendibilidade esperada pelos investidores aumenta proporcionalmente ao rácio de endividamento, calculado com base no valor de mercado da empresa”.

- A rendibilidade esperada para uma ação é igual à apropriada taxa de atualização para o CP daquela classe, mais um prémio relacionado com o risco financeiro igual ao rácio passivo/CP multiplicado pelo spread; a taxa de rendibilidade do CP ou custo do CP de uma empresa pertencente a uma dada classe de risco é uma função linear do seu endividamento, isto é, a taxa de rendibilidade do CP ou custo do CP é maior quando o nível de endividamento da empresa aumenta. Nesta segunda proposição é demonstrado que as opções tomadas pelas empresas relativamente à estrutura de capitais não terão influência nos acionistas, uma vez que, um aumento do rendimento esperado das ações, em resultado de um aumento do endividamento, não os beneficiará, mas apenas os compensará pelo aumento do risco financeiro.

David Durand não tenta refutar as proposições de MM, mas analisa os pressupostos que segundo o autor são subtis e restritivos, e indica algumas dificuldades de usar esses pressupostos para suportar na definição operacional de

custo de capital e numa teoria de financiamento funcional. David Durand afirma que existem erros relativamente às proposições (Durand, 1952; Gomes, 2012).

### 3.2.1.3.- Modigliani e Miller - a incorporação de Impostos

Com a publicação, em 1963, do seu artigo “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction” MM pretenderam efetuar algumas correções ao seu artigo de 1958, “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, nomeadamente no que diz respeito à vantagem do financiamento com CA, que consideram maior do que tinha sido anteriormente sugerido (Gomes, 2012).

O documento de 1958 estimulou uma investigação séria dedicada a refutar a irrelevância como uma questão de teoria ou como uma questão empírica. Esta investigação demonstrou que a teoria de MM falha sob uma variedade de circunstâncias. Os elementos mais frequentemente utilizados incluem a consideração de impostos, custos de transação, custos de falência, conflitos de agência, falta de separabilidade entre financiamento e operações, oportunidades de mercado financeiro variáveis no tempo e efeitos de clientela do investidor. Os modelos alternativos utilizam elementos diferentes desta lista. Dado que estão disponíveis tantos ingredientes diferentes, não é surpreendente que muitas teorias diferentes tenham sido propostas (Luigi & Sorin, 2009).

Nas correções referidas foi tido em consideração o efeito fiscal na decisão da EC da empresa, no qual os autores MM defendem que uma empresa pode beneficiar financiando-se com fundos externos ao invés de CP, pois, de acordo com o efeito fiscal, é possível deduzir os custos de financiamento, obtendo assim uma poupança fiscal, que irá reverter para os seus acionistas. À medida que uma empresa for aumentando o seu endividamento, os seus benefícios fiscais também aumentam (Myers, 1984).

A teoria da irrelevância da EC era teoricamente muito sólida, mas baseava-se num conjunto irrealista de pressupostos. Por conseguinte, esta teoria levou a uma abundante investigação sobre a estrutura do capital.

Embora a sua teoria fosse teoricamente válida, o mundo sem impostos não era válido na realidade. A fim de a tornar mais precisa, MM (1963) incorporaram o efeito do imposto no custo do capital e no valor da empresa. Na presença de impostos sobre as sociedades, o valor da empresa aumenta com a alavancagem devida ao escudo fiscal. Os juros sobre o CA são uma dedução aceitável dos rendimentos da empresa e, portanto, diminuem o pagamento de impostos líquidos da empresa. Isto resultaria num benefício adicional de utilização do capital da dívida através da redução do custo do capital da empresa. Os inconvenientes da teoria de MM estimularam séries de pesquisas dedicadas a provar a irrelevância como matéria teórica e empírica (Abeywardhana, 2017).

Com a utilização de CA no financiamento de investimentos uma empresa terá que pagar juros, juros esses que são dedutíveis a nível fiscal, originando uma poupança de imposto que por sua vez originará um aumento no valor da empresa (Gomes, 2012; Modigliani & Miller, 1963).

MM (1963) vieram reconhecer que, no seu modelo original, tinham avaliado mal o pressuposto de imposto sobre o rendimento das empresas; passaram então a afirmar que, com a utilização de capital alheio em detrimento de CP, passou a haver uma vantagem fiscal, o que encoraja as empresas a recorrer ao endividamento. O recurso a CA em exagero leva as empresas a incorrer noutro tipo de problemas, nomeadamente em custos de falência.

O tema da EC ótima e o paradigma MM ganharam importância crescente no estudo das empresas, pois estas foram encorajadas a aumentar o endividamento. Esta teoria pode vir a ser perigosa pois não considera os efeitos prejudiciais que o aumento do endividamento pode ter sobre uma empresa. O que é necessário é uma teoria mais poderosa que contabilize quer os custos quer os benefícios do endividamento (Scott, 2012).

O efeito fiscal decorrente do endividamento através de CA, produz um benefício fiscal/vantagem mas traz também custos relacionados com a falência das empresas, aumentando a probabilidade de falência quanto maior for o grau de endividamento da empresa.

O aumento do capital alheio na EC a um determinado nível, torna os custos relacionados com a falência preocupantes, uma vez que reduzirá os benefícios fiscais resultantes do endividamento (Vieira & Novo, 2010).

#### 3.2.1.4.- Teoria Trade Off

A versão original da teoria trade-off surgiu do debate sobre a teoria de MM. Quando o imposto sobre o rendimento das empresas foi adicionado ao modelo e à irrelevância da EC original, isto criou um benefício para a dívida, na medida em que serviu para proteger os lucros dos impostos. Uma vez que a função objetiva da empresa é linear, e não há custo compensatório da dívida, isto implicou um financiamento da dívida a 100% (Luigi & Sorin, 2009).

A TTO admite que as empresas devem atingir o nível de endividamento que maximize as vantagens fiscais da dívida e minimize a possibilidade de falência (Kraus & Litzenberger, 1973; Serrasqueiro & Caetano, 2015).

A TTO também segue a suposição de MM (1958) de maximização do valor da empresa e mostra que a EC se torna relevante com um conjunto muito extenso e muito mais forte de suposições (Ardalan, 2017).

Também MM (1963) analisaram a possibilidade de rejeitar os pressupostos originais de mercados de concorrência perfeita e admitiram que o endividamento tem uma vantagem fiscal, dado que os juros são dedutíveis do imposto sobre o rendimento. Mesmo assim, isso não significa que as empresas devam tentar a todo o momento utilizar a totalidade da dívida possível. Salientaram igualmente a existência de outros fatores relevantes nas decisões de financiamento que não estão totalmente cobertos no contexto dos modelos de equilíbrio estático.

Neste contexto, a TTO considera os efeitos de toda a indústria (impostos, custos de falência e problemas de agência). Prevê também uma estrutura ótima como resultado do equilíbrio dos custos e benefícios da emissão de dívida e capital. Nesta abordagem teórica, o financiamento é considerado vantajoso (sob certas condições), e os proprietários-gestores preferem utilizar a dívida, mesmo que haja fundos internos disponíveis. Esta teoria pressupõe que a estrutura ótima de capital é o resultado da equalização dos benefícios do financiamento (principalmente a poupança fiscal) e dos custos das dificuldades financeiras.

Então, se as empresas se endividarem, espera-se que a poupança fiscal seja maior, bem como os custos decorrentes do risco de incumprimento. Por conseguinte, esta teoria propõe evitar o uso extremo de financiamento e racionaliza os índices de endividamento (Fischer, 2017).

Na TTO as empresas tendem a esperar e ver se as mudanças nas possibilidades de investimento ou no preço dos produtos têm o efeito de ajustamento necessário para obter o melhor rácio de financiamento que reflita os benefícios do financiamento da dívida (Martinez et al., 2018).

A TTO também nos diz que as empresas são geralmente financiadas por ações e por dívidas e tentam determinar um nível ótimo da EC em que o valor da empresa é maximizado (Ghasemi & Razak, 2016).

Assim, esta teoria argumenta que as empresas estabelecem um objetivo de rácio da dívida ótimo, que é determinado pelo trade-off entre os benefícios (deduções fiscais) e os custos da dívida (custos de falência). No ponto ótimo, os benefícios marginais da dívida são iguais aos custos marginais da dívida e do desempenho da empresa e são maximizados (Ghasemi & Razak, 2016).

Na TTO os benefícios da dívida incorporam a dedução nos impostos da despesa provocada com juros e também a redução dos custos de agência originados pelo excedente de cash-flows livres. Os custos da dívida estão maioritariamente relacionados com os custos de falência, que podem ocorrer em situações de montantes excessivos de dívida (Alcarva, 2017).

Os princípios da TTO têm subjacente que uma estrutura ótima de capital para as empresas de pequena dimensão implica um financiamento com recurso à dívida bancária, em razão das limitações de acesso a fontes externas e alternativas de financiamento. As empresas de maior dimensão, por terem uma estrutura de capitais mais robusta e acesso a fontes alternativas externas de financiamento, usam um misto de dívida bancária e dívida de mercado (Gomes, 2012).

As empresas de maior dimensão tendem a ter maior nível de endividamento em razão da sua capacidade de diversificar o risco, e as empresas com maior nível de ativos tangíveis podem recorrer mais a fundos externos do que as empresas com maior nível de ativos intangíveis que implicam risco.

Esses relacionamentos vão de encontro aos princípios da TTO, sendo que as empresas com maior capacidade de prestar garantias têm maior probabilidade de obter empréstimos (Gomes, 2012).

A TTO teve duas evoluções: a Teoria Trade Off Estática (TTOE) e a Teoria Trade Off Dinâmica (TTOD).

A TTOE onde a alavancagem da empresa veio a ser determinada pelo “trade-off” num único período, entre os benefícios fiscais e os custos de falência. Assume que não existem custos de transação na emissão e compra de “securities” e não incorpora os conflitos de agência nem a assimetria de informações. A TTOE, centrando-se na análise de custos e benefícios da dívida prevê que existe um rácio de dívida ótimo que ajuda a maximizar o valor de uma empresa. O ponto ótimo pode ser atingido quando os benefícios da emissão de dívida compensam o crescente valor atual dos custos relacionados com uma maior emissão de dívida (Jahanzeb, Saif-Ur-Rehman, Bajuri, Karami, & Ahmadimousaab, 2014).

Na TTOD a correta decisão de financiamento, geralmente depende da margem de financiamento que a empresa antecipa para o próximo período. Algumas empresas esperam distribuir fundos, enquanto outras esperam angariar fundos. Além do mais, os modelos dinâmicos da EC reconhecem que existem custos de transação com a emissão e compra de dívida. Devido aos custos de transação, as empresas permitem que a sua EC derrape muitas vezes, demorando a ajustar a sua EC para o seu valor ótimo (Gomes, 2012).

### 3.2.1.5.- Teoria da Agência

A teoria da agência gira em torno da questão do problema da agência e da sua solução (Jensen & Meckling, 1976). O problema da agência remonta ao tempo em que a civilização humana praticava os negócios e tentava maximizar o seu interesse. O problema da agência é um dos problemas antigos que persistem desde a evolução das sociedades por ações. Não pode ser ignorado, uma vez que cada organização possivelmente sofreu deste problema de diferentes formas. Com a mudança do tempo, o problema da agência tomou formas diferentes e a literatura tem provas a seu respeito.

A discussão sobre a literatura da teoria da agência é muito necessária para compreender o problema da agência, as suas várias formas e os vários custos envolvidos para minimizar o problema (Panda & Leepsa, 2017).

A teoria da agência discute os problemas que surgem nas empresas devido à separação dos proprietários e gestores e enfatiza a redução deste problema.

Esta teoria ajuda na implementação dos vários mecanismos de governação para controlar a ação dos agentes nas empresas detidas em conjunto.

A empresa moderna dos EUA tem uma propriedade dispersa, o que leva à separação da propriedade do controlo. Numa sociedade anónima, a propriedade é detida por indivíduos ou grupos sob a forma de ações e estes acionistas (mandantes) delegam a autoridade aos gestores (agentes) para gerir a empresa em seu nome, mas a questão principal é se estes gestores estão a atuar para os proprietários ou para eles próprios (Jensen & Meckling, 1976).

No artigo intitulado de “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, Jensen e Meckling (1976) definiram relação de agência como um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (o principal) recorre a outra ou outras pessoas (o agente) para prestar um serviço em seu nome, que envolve a delegação de autoridade para a tomada de decisão do agente. Identificaram no mesmo artigo os custos de monitorização do principal, os custos de cumprimento do contrato por parte do agente, e as perdas residuais.

Os conceitos modernos de entidade empresarial e de responsabilidade limitada surgiram no século XIX como reação à escala crescente da produção e à consequente necessidade de blocos maiores de capital sob controlo centralizado. Estas características dão origem à possibilidade de uma separação entre propriedade e controlo e de um potencial conflito de interesses entre acionistas e gestores.

Assim, a teoria da agência preocupa-se com o problema do mandante-agente na separação da propriedade de uma empresa e controlo. Preocupa-se também com separação das funções de risco, de tomada de decisões e de controlo nas empresas (Band, 1992).

Jensen e Meckling (1976) identificaram dois tipos de conflitos nas empresas: o conflito entre os acionistas e os gestores e o conflito entre os acionistas e os credores.

- Conflitos entre Acionistas e Gestores

A teoria da agência demonstra que aqueles que precipitam estes conflitos incorrem em custos de agência, que depois têm um incentivo para reduzir. Os custos de agência do CP são, em primeiro lugar, o declínio do valor de uma empresa quando os acionistas consideram que os gestores não perseguem os interesses dos acionistas.

Isto é especialmente provável quando os gestores atuam de forma ineficiente ou escolhem projetos menos lucrativos do que os detentores de ações prefeririam.

Um segundo conjunto possível de custos de agência são os custos incorridos com o controlo e a constituição de obrigações por parte dos gestores, de modo a que estes persigam a percepção dos seus interesses por parte dos acionistas. Existe um compromisso ótimo entre estes dois conjuntos de custos da agência. Os primeiros custos de agência são a perda de oportunidade de um gestor, se não reduzida pela monitorização e caução, porque as suas ações de interesse próprio precipitam os custos, e os detentores de ações incorporam-nos no preço das ações da empresa (Band, 1992).

O conflito ente acionistas e gestores pode ser minimizado de suas formas: a primeira é incluir ou aumentar a participação dos gestores no capital da empresa, criando assim um alinhamento de interesses entre gestores e acionistas. A segunda forma é a maior utilização de dívida por parte da empresa (Gomes, 2012).

- Conflito entre acionistas e credores

Os conflitos entre acionistas e gestores podem ser atenuados com o recurso ao endividamento da empresa, como foi exposto no parágrafo anterior. Se o recurso ao endividamento não for devidamente controlado poderá originar a falência de uma empresa. Com o aumento da dívida numa empresa deparamo-nos com outro tipo de conflito de interesses dentro da empresa, o conflito entre acionistas e credores (Gomes, 2012).

Segundo Jensen e Meckling a fonte destes conflitos é que algumas decisões tomadas aumentam a riqueza dos acionistas, enquanto reduzem a riqueza dos credores.

Jensen e Meckling indicam-nos três motivos que evitam a utilização excessiva da dívida no financiamento das empresas. Esses motivos são:

- Os efeitos de incentivos associados com uma empresa altamente alavancada.
- Os custos de monitorização criados por esses incentivos.
- Os custos de falência

Como os pagamentos aos credores são fixos, se a empresa investir em projetos com possibilidade de grande retorno, serão os credores a arcar com os custos enquanto o maior ganho irá para os acionistas.

No entanto, se o projeto fracassar e a empresa falir, os credores perdem o seu investimento, enquanto os acionistas apenas perdem o capital já investido na empresa em forma de CP.

O custo da dívida é também referenciado por alguns autores, segundo os quais a reputação de uma empresa irá determinar o custo da dívida da mesma; quanto mais longo for o histórico de pagamento da dívida de uma empresa, melhor será a sua reputação e menor será o custo da dívida.

Os gestores terão também incentivos a escolher projetos que sejam relativamente seguros, pois também têm que cuidar da sua reputação (Gomes, 2012).

A teoria da Agência ajuda a explicar, entre outros:

(1) que um empresário ou gestor de uma empresa que tem uma estrutura financeira mista (contendo tanto créditos de dívida como créditos de ações externas) escolherá um conjunto de atividades de tal forma que o valor total da empresa é inferior ao que seria se ele fosse o único proprietário bem como este resultado é independente de a empresa operar como monopolista ou em mercado competitivo; (2) que a venda de ações ordinárias é uma fonte viável de capital, ainda que os gestores não maximizem literalmente o valor da empresa; (3) que a dívida era invocada como fonte de capital antes do financiamento da dívida oferecer qualquer vantagem fiscal; (4) que os relatórios contabilísticos seriam fornecidos voluntariamente aos credores e acionistas, e os auditores independentes seriam contratados pela direção para testemunhar a exatidão de tais relatórios (Jensen & Meckling, 1976).

### 3.2.1.6.- Teoria da Sinalização

A Teoria da Sinalização foi primeiramente abordada com a apresentação do artigo “Job Market Signaling”, por parte de Michael Spence, onde define que sinais são as características de um indivíduo que podem ser manipuladas. Spence usa a educação como exemplo no seu modelo.

Spence cria um modelo de “feedback” informacional no mercado de trabalho, onde os candidatos selecionam o seu sinal com base na maximização do seu salário líquido dos custos de sinalização. Depois o empregador contrata o candidato e observa as suas capacidades produtivas e ajusta as suas expectativas.

Finalmente o empregador apresenta um novo conjunto de salários a novos candidatos, fazendo com que a interação continue. Atinge-se o equilíbrio quando as expectativas do empregado são confirmadas pela sinalização geradas pelos salários oferecidos (Gomes, 2012; Ross, 1977).

Os empresários (potenciais empregadores) no mercado diferenciam-se um dos outros através da sinalização, reduzindo assim a assimetria de informação entre eles e o comprador (empregado). A Teoria da Sinalização refere que os gestores conhecem a distribuição dos resultados futuros da empresa; por outro lado os investidores não têm conhecimento desses mesmos resultados. Para os investidores níveis de endividamento mais elevados são sinais positivos da qualidade do negócio da empresa.

Os gestores da empresa, ao emitirem dívida, sinalizam a sua confiança nos resultados dos investimentos, tentando assim concentrar os ganhos nos atuais acionistas.

Com esta ação eles serão beneficiados com uma melhor avaliação da empresa. Como existem bons e maus projetos, e visto que os investidores não podem avaliar corretamente, eles são avaliados pelo valor médio.

Desta forma maus projetos poderão ser aceites, enquanto bons projetos poderão ser rejeitados. Para que projetos de boa qualidade possam ser aceites será necessário haver alguma transferência de informação. Sem essa transferência de informação os mercados não funcionarão corretamente. Mas a informação sobre a qualidade de um projeto pode ser transferida através de ações dos gestores.

Uma dessas ações é demonstrada quando os gestores, que detêm informação privilegiada sobre o projeto, investem eles mesmos nesse projeto.

A predisposição dos gestores investirem serve como sinal para o mercado financeiro de qualidade de um projeto.

### 3.2.1.7.- Teoria Pecking Order

Myers (1984) desenvolveu a teoria da hierarquização das fontes de capital, TPO, na estrutura do capital empresarial para resolver os puzzles criados pela proposta de irrelevância financeira de MM (1958). A TPO tem sido altamente influente e parte integrante da literatura que tenta encontrar uma teoria de financiamento empresarial logicamente coerente e empiricamente bem-sucedida (Martinez et al., 2018).

A TPO considera que as empresas seguem uma ordem hierárquica nas escolhas de financiamento e tem como eixo central a informação assimétrica entre agentes financiadores e empresas.

Devido ao facto de as empresas terem mais informação sobre o seu futuro do que os credores, a necessidade de controlo aumenta os custos de empréstimo, o que incentiva as empresas a serem financiadas com fundos internos em primeiro lugar (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). Esta ordem hierárquica é o resultado de uma maior flexibilidade e de custos de transação mais baixos dos recursos internos versus recursos externos.

Os empresários/gestores gostariam de utilizar a sua informação privada para emitir títulos de risco quando estes são sobrevalorizados. Assim, quando uma empresa anuncia uma nova emissão de títulos de risco, os investidores racionais, que se encontram em desvantagem em termos de informação, protegem-se através da fixação do preço desses títulos com desconto. Como resultado, a empresa segue a corrente da TPO, isto é, financia-se dentro do possível, com recursos internos. Se os recursos internos forem insuficientes, obtém dívida externa emitindo dívida sem risco seguida de dívida arriscada (Frank et al., 2020; Jahanzeb et al., 2014).

As empresas que seguem esta teoria preferem o reinvestimento dos lucros (autofinanciamento), a fim de evitar problemas de seleção adversos. Quando estes fundos se esgotam, as empresas são financiadas com dívidas bancárias, e por último, na bolsa de valores. Durante o ciclo económico da empresa, as assimetrias de informação diminuem e o acesso financeiro melhora no que diz respeito a custos e condições (Myers, 1984). Assim a hierarquia nas escolhas de financiamento, segundo Myers (1984), na TPO, é a seguinte:

1º - Autofinanciamento;

2º - Adaptação dos objetivos de distribuição de dividendos às oportunidades de investimento, evitando a possibilidade de modificações inesperadas na distribuição dos dividendos;

3º - Política de distribuição de dividendos que contemple um autofinanciamento superior ao nível de investimento, provocando assim amortização de dívida de capital alheio.

4º - Recurso a financiamento externo com emissão de valores mobiliários, em primeiro lugar (segurança/risco), de seguida por obrigações e por último lugar ações.

Esta hierarquização demonstra dúvidas na estrutura ótima, dado que não se consegue perceber a combinação ótima de CP e CA. Assim o autor afirma que existem duas fontes de CP, uma interna e outra externa.

Segundo Murray Z. Frank (2020) existe um modelo de finanças empresariais com gestores excessivamente otimistas e mercados de capitais eficientes. Os gestores otimistas acreditam que o mercado de capitais subvaloriza a empresa, e por isso consideram que o financiamento externo é excessivamente dispendioso. Assim, os gestores otimistas utilizam primeiro o dinheiro interno e a dívida sem risco. Um gestor demasiado confiante considerará os fundos externos como demasiado caros, e isso afeta principalmente o CP externo.

De acordo com a TPO, as empresas podem estar financeiramente constrangidas devido à assimetria de informação entre gestores/proprietários e investidores, pelo que as empresas adotam uma hierarquia na seleção das fontes de financiamento. Em primeiro lugar, as empresas utilizam financiamento interno (lucros retidos/autofinanciamento); se for necessário recorrer ao financiamento externo, as empresas utilizam dívida com ou sem risco, que normalmente corresponde a dívida de curto prazo; e em último lugar, as empresas selecionarão o capital externo. Por conseguinte, as empresas altamente rentáveis têm um baixo rácio de endividamento. Quanto mais rentável for a empresa, maior é a sua capacidade de acumular lucros retidos, e por isso há menos necessidade de recorrer ao financiamento externo (Serrasqueiro & Caetano, 2015).

A TPO diz-nos que os insiders de uma empresa (geralmente os seus gestores) têm um nível de informação mais elevado sobre as perspetivas futuras da empresa que os outsiders (investidores/financiadores externos). Assim, podemos afirmar que os insiders têm normalmente informação privilegiada. Segundo esta teoria, existe uma hierarquia ótima quanto ao tipo de financiamento, permitindo assimetria de informação entre os insiders e os outsiders (Alcarva, 2017).

Ainda de acordo com a TPO as empresas primeiro financiam-se através de fundos internos. Apenas numa segunda fase, e somente se necessário, recorrem a financiamento externo. A emissão/aumento de capitais próprios é deveras importante quando a capacidade de obtenção de dívida estiver limitada (Barbosa & Pinho, 2016; Gatchev, Spindt, & Tarhan, 2009).

É gerado um exemplo negativo sempre que uma empresa emite CP quando poderia ter emitido dívida com grau de investimento.

No entanto, a teoria explica a forte associação negativa entre rentabilidade e financiamento. Explica também porque é que quase todo o financiamento de CP de uma empresa provém da retenção de lucros e não de novas emissões (Myers, 1993).

A TPO explica ainda porque é que o preço das ações cai quando o CP é emitido. Myers & Majluf (1984) mostram que se a empresa agir no interesse dos seus atuais acionistas, o anúncio de uma emissão de ações é sempre uma má notícia. Tal como uma oferta de troca de ações por dívida porque a troca reduz o financiamento financeiro e porque equivale a uma nova emissão de ações ordinárias (Myers, 1993).

A TPO parece explicar relativamente bem o comportamento do financiamento seguido pelas MPME's. Esta conclusão pode ser uma consequência do facto de os proprietários das MPME's estarem, normalmente, muito relutantes em abrir o capital da empresa a investidores externos para evitar a perda do controlo e gestão da empresa (Serrasqueiro & Caetano, 2015).

Uma maior dimensão da empresa diminui os problemas de assimetria de informação entre gestores/prorietários e credores, permitindo que as empresas negociem a dívida em condições mais favoráveis. Uma relação positiva entre dimensão e dívida pode ser esperada na abordagem TPO que é verificada em vários estudos (Serrasqueiro & Caetano, 2015).

### 3.3.- Estudos Empíricos realizados sobre a Estrutura de Capital

Neste capítulo pretende-se resumir a análise dos resultados obtidos nos estudos empíricos sobre a EC das MPME.

O principal foco deste capítulo é dar a conhecer as decisões sobre a política de financiamento das MPME. Para além disso, pretende-se verificar se os estudos já realizados validam os pressupostos das teorias apresentadas, ou seja, se as decisões dos empresários vão de encontro aos princípios defendidos pelas várias teorias.

Vários autores analisaram as questões associadas às teorias da EC, inicialmente desenvolvida por MM (1958).

Propomo-nos então abordar, de forma resumida, as conclusões a que alguns desses autores chegaram nos seus estudos empíricos.

Referimos que Edgar Norton (1990) no seu estudo relatou e discutiu a utilização de um inquérito à EC que foi enviado para gestores de 405 MPME. Esse inquérito foi construído utilizando perguntas que tinham aparecido anteriormente em inquéritos publicados sobre EC. Esta estratégia permitiu comparar respostas e identificar diferenças e semelhanças nos fatores que afetavam a EC das MPME.

De realçar que 27% dos inquéritos foram devolvidos, sem preenchimento de qualquer informação, dando uma visão sobre as crenças e motivações de 110 MPME. Os resultados deste inquérito foram importantes para a validação dos vários pontos de vista das teorias da EC.

Os principais “focos de divergência” dos gestores assentavam nos seguintes pontos:

- As MPME não atribuíam muita importância à definição de uma proporção entre os capitais alheios e capitais próprios, contrariamente ao que sucede nas grandes empresas;
- Os aspetos relacionados com o efeito fiscal tinham pouca relevância nas MPME contrariamente ao que acontecia com as grandes empresas onde este aspeto constituía um fator relevante;
- As MPME dependem, em grande medida, dos financiamentos dos bancos comerciais, o que não acontece com as grandes empresas.

Os principais focos de convergência eram os seguintes:

- Acreditavam na existência de uma penalização do mercado, quando se detetava uma utilização excessiva no uso de capitais alheios. Acreditava-se que as emissões de CP eram um bom indicador para o mercado, evidência empírica que contraria o efeito previsto na Teoria da Sinalização;
- A maioria das MPME não atribuía uma importância significativa aos custos de falência;
- As questões de natureza comportamental e motivacional, associadas aos gestores estão na origem da definição da EC.

A segunda abordagem é proveniente de um estudo cuja autoria provém de Hans Landstrom (1993) e foi realizado durante a Primavera de 1993, baseado num inquérito a empresas de fabrico e de base tecnológica na Suécia.

Os critérios para a escolha da amostra nas três áreas geográficas eram MPME com um máximo de 100 empregados.

No total, 1.258 empresas foram incluídas na moldura da amostra. Das 1.258 empresas, 47 alegaram que não eram empresas jurídicas independentes. Dezasseis questionários foram devolvidos pelos serviços postais; concluiu-se que tinham cessado a sua atividade. Trinta e uma empresas relataram que tinham entrado em falência. A amostra passou para 1.164 empresas, e destas 627 empresas não foram ouvidas; 32 empresas enviaram questionários incompletos ou questionários que não foram preenchidos, e 505 questionários foram completamente preenchidos. Assim, a taxa de resposta foi de 43% (505/1.164).

Os resultados mostraram que os bancos, como seria de esperar, são os investidores externos mais frequentemente utilizados, seguidos pelos fornecedores e leasing/empresas de factoring.

Existem diferenças na estrutura de propriedade nas empresas da carteira. As empresas apoiadas por capitais de risco informais parecem ter uma estrutura de propriedade mais fraca, com um grande número de proprietários e onde cada capitalista de risco informal tem uma pequena participação na empresa. Isto implica que a cooperação deve basear-se numa confiança mútua entre o capitalista de risco e o empresário. Evidentemente, as diferenças no padrão de investimento e na estrutura de propriedade influenciam as condições da cooperação entre os capitalistas de risco e a empresa de carteira.

Os resultados do estudo indicam que os investidores informais de capital de risco fornecem mais conhecimentos especializados às empresas da sua carteira em comparação com os investidores formais de capital de risco.

No entanto, a impressão é que os investidores informais e formais de capital de risco reagem de forma diferente às mudanças nas empresas da carteira. Os investidores formais de capital de risco reagem mais rapidamente e com mais determinação. São mais objetivos nos seus julgamentos, e os motivos económicos guiam as suas decisões. Os investidores informais de capital de risco reagem com menos poder, são mais subjetivos nos seus juízos, e devem, em maior medida, confiar nas declarações e ações do empresário.

Outra abordagem é originária de Scherr, Frederick C. Sugrue, Timothy F. Ward, Janice B. (1993) onde, partindo de uma amostra de 4.000 MPME inseridas numa base de dados com bastante informação sobre algumas características pessoais dos seus proprietários, concluíram que:

- A grande maioria das empresas só recorre ao autofinanciamento (capital produzido internamente);
- De entre aquelas que utilizam capitais alheios, a fonte principal de financiamento é o crédito bancário;
- O sector de atividade bem como a composição dos seus ativos são fatores decisivos para obtenção do CA (uma vez que os seus ativos são aceites como garantia);
- Existe uma grande associação entre a proporção do rendimento pessoal proveniente das MPME e o recurso ao CA;

Francis Chittenden, Graham Hall e Patrick Hutchinson (1996) elaboraram um estudo tendo por base 3.480 MPME no Reino Unido, entre 1989 e 1993 e chegaram às seguintes conclusões:

- O acesso a capitais alheios de médio e longo prazo está mais dependente da apresentação de garantias do que da rendibilidade da empresa.
- Há suporte empírico para a ideia de dependência do financiamento de curto prazo;
- Existe fundamento para a defesa de uma hierarquia de preferências, na EC das MPME;

- As estruturas de capitais das MPME cotadas em bolsa de valores são bastante mais diversificadas e ricas, em termos de alternativas, o que leva os autores a defenderem políticas que facilitem o acesso deste tipo de organizações ao mercado de capitais.

Robert T. Hamilton e Mark A. Fox (1998) abordaram de forma mais restrita as preferências da dívida versus equidade reveladas no financiamento inicial e contínuo de pequenas empresas retiradas de uma secção transversal da economia da Nova Zelândia. Detetaram uma lacuna na oferta de fundos, particularmente no CP institucional; referiam que a investigação local anterior (Coopers and Lybrand, 1993) atribuiu a maioria das falhas no mercado de capitais aos pequenos proprietários de empresas e não aos fornecedores de fundos.

Os proprietários foram retratados como incapazes de compreender a forma apropriada de capital (dívida versus CP) e de ter expectativas irrealistas de negócios envolvendo a introdução de novos capitais próprios.

É a conseqüente restrição de escolha que leva as pequenas empresas a ficarem sobrecarregadas com níveis de endividamento excessivos.

O método adotado foi o de investigar diretamente as preferências de financiamento dos proprietários de pequenas empresas, utilizando um questionário postal administrado em Setembro de 1995. Também procuraram incorporar efeitos de idade e dimensão, duas variáveis relacionadas que têm sido associadas à estrutura financeira. Para lidar com a primeira destas dimensões, pesquisaram 185 "novas" empresas, todas com menos de quatro anos (ou seja, fundadas em 1992 ou mais tarde) e 370 empresas "estabelecidas" com mais de cinco anos (ou seja, fundadas em 1989 ou mais cedo). As empresas foram também selecionadas com base na dimensão: todas empregavam menos de 100 pessoas em 1995. Amostras de diferentes idades forneceram uma base para identificar quaisquer alterações ao longo do tempo nas preferências de financiamento dos proprietários de pequenas empresas.

Chegaram às seguintes conclusões:

- Nas pequenas empresas e nas empresas empreendedoras, as crenças e desejos de gestão desempenharão um papel especialmente importante na determinação da EC;

- Estes proprietários parecem ter um conjunto de preferências sobre as fontes de financiamento que, para a maioria parte deles, são independentes da idade (ou tamanho) e têm pouco a ver com a conseqüente estrutura financeira dos seus balanços;
- Fontes de financiamento internas começando com as poupanças em dinheiro dos fundadores e estendendo-se depois aos lucros retidos são os mais preferidos.

Francisco Sogorb-Mira (2005) estudou a relação entre os benefícios fiscais da dívida e o endividamento, confirmando a relação negativa que DeAngelo e Masulis (1980) já tinham evidenciado. Esta relação devia-se ao facto de que, com taxas de imposto mais elevadas provocarem menores captações de fundos internos, bem como um aumento do custo do capital;

Outra conclusão do seu estudo diz-nos que a dimensão da empresa e a estrutura do ativo estão ambos positivamente relacionados com o endividamento da empresa. No entanto obteve-se uma relação contrária (negativa) entre aquelas variáveis e o endividamento de curto prazo, o que transmite a vontade das MPME tentarem financiar os seus ativos fixos com dívida a longo prazo e os seus ativos correntes com dívida a curto prazo;

O crescimento das MPME utiliza mais dívida, embora essa relação se torne negativa com a dívida a curto prazo. Este facto sugere que este tipo de ativos estão ligados à natureza de longo prazo, e assim o seu financiamento coincide com essa natureza.

A teoria parece explicar bem a política de financiamento das MPME, justificando a vontade do gerente em não perder o controlo da empresa.

Nikos Daskalakis e Maria Psillaki (2005) publicaram um artigo em que tinham como principais objetivos obter os principais determinantes da EC das MPME para a Grécia e para a França e ao mesmo tempo comparar e analisar as eventuais diferenças entre estes dois países.

Utilizaram a metodologia de dados em painel analisando 1252 empresas gregas e 2006 empresas francesas; para o período compreendido entre 1997 e 2002 (6 anos) obtiveram respetivamente 6260 observações e 10030 observações, sendo que para as MPME gregas recorreram à base de dados ICAP e para as MPME francesas à base de dados DIANE.

Estes autores testaram a relação existente entre o rácio de dívida e as variáveis dependentes estrutura do ativo, tamanho, rendibilidade e taxa de crescimento, obtendo relacionamentos positivos entre o endividamento e as variáveis estrutura do ativo e rendibilidade e uma relação negativa entre o endividamento e as variáveis tamanho e crescimento.

Retiraram algumas conclusões, sendo elas as seguintes:

- Existe um comportamento semelhante nas MPME dos dois países, apresentando na análise econométrica relações semelhantes entre a regressão e as variáveis dependentes, significando que existem circunstâncias semelhantes nas MPME dos 2 países;

Existem diferenças nos 2 países quanto ao tipo de financiamento, sendo que o empréstimo bancário é a forma de financiamento mais importante para ambos os países. O factoring, leasing e o descoberto bancário são mais importantes em França do que na Grécia. Apesar destas diferenças existe uma relação positiva entre o tamanho e o crescimento em ambos os países.

A estrutura do ativo e a rendibilidade apresentam uma relação negativa com o endividamento. A relação negativa entre rentabilidade e o endividamento significa que estas MPME recorrem a fontes internas para se financiarem.

Leora F. Klapper, Virginia Sarria-Allende e Rida Zaidi (2006), com o objetivo de testarem as teorias da EC na Polónia, analisaram uma amostra de empresas caracterizadas sobretudo por serem na sua maioria de propriedade privada, jovens, de pequena e média dimensão, todas elas concentradas no sector dos serviços.

A amostra abrangeu dados de 5 anos (1998 até 2002) onde foram observadas desde 5757 empresas para o ano de 1998 até 15315 empresas no ano de 2002.

O sistema empresarial Polaco antes do seu período de transição tinha a particularidade de ser dominado sobretudo por empresas estatais, que empregava a maior parte da força de trabalho, mas essa situação veio a ser alterada com o processo de liberalização que se revelou fundamental para as MPME, como força motriz na transformação do sector privado Polaco.

Anteriormente, a prática de financiamento da atividade económica nas economias em transição era dirigida principalmente pelas autoridades centrais, mas após o processo de liberalização o sector bancário tornou-se capaz de escolher os seus clientes empresariais e canalizar uma parcela maior para o financiamento a essas empresas e sectores.

Desta forma os bancos comerciais, foram obrigados a tomar medidas de salvaguarda para antecipar o risco, que incluíram análise à rentabilidade, ao crescimento, aos danos colaterais, o nível de risco de falência, entre outros.

Desse estudo foram retiradas as seguintes conclusões:

- As empresas com grande nível de crescimento, apresentavam fraco desempenho ao nível da criação de emprego. Embora as MPME, que no passado não fossem dinâmicas empregadoras, naquele período revelaram-se grande promotoras na criação de emprego;
- As MPME recebem grande parte de financiamento da sua EC dos seus fornecedores, fornecendo desta forma também um financiamento significativo aos seus clientes. Apresentam desta forma uma situação financeira estável, com os rácios a apresentarem uma percentagem maior de cobertura do risco de falência;
- As empresas mais rentáveis são as que recorrem ao financiamento externo, que é apoiado pela teoria da hierarquização, assim como ambientes com maior informação assimétrica. As empresas com informações de crédito mais fracas, geralmente usam financiamento interno ou interempresas.

As empresas mais ativas em termos de geração de emprego são as empresas mais jovens, assim as MPME Polacas são as mais criadoras de postos de trabalho nos últimos anos, mas ao mesmo tempo são as que apresentam maiores constrangimentos financeiros que impedem o seu natural crescimento. Está patente no sistema polaco das MPME a Teoria do Pecking Order.

Zélia Serrasqueiro e Paulo Maças Nunes (2008) analisaram 39 empresas portuguesas, recorrendo à base de dados da FINBOLSA entre os anos de 1998 e 2000, pretenderam determinar a EC ótima das MPME, comparando evidências empíricas através da utilização de diferentes estimadores.

As variáveis estudadas foram os benefícios fiscais, a rentabilidade, o tamanho, a tangibilidade, o risco e o crescimento.

Retiraram as seguintes conclusões:

- Os benefícios fiscais estão positivamente relacionados com a dívida; A rendibilidade está negativamente relacionada com o endividamento;
- O tamanho apresenta uma relação positiva com o endividamento;
- A tangibilidade e a dívida, o risco e a dívida e a dívida e o crescimento não apresentaram resultados estatisticamente significativos.
- As empresas portuguesas não reduzem a dívida dada a maior possibilidade de benefícios fiscais;
- As empresas mais rentáveis recorrem menos à dívida, optando por se financiarem internamente (autofinanciamento);
- As maiores empresas contraem mais dívida que as empresas de menor dimensão, uma vez que as primeiras têm acesso a melhores condições e facilidades de crédito, fornecem informações menos assimétricas e têm menor probabilidade de falência;
- Nada se concluiu acerca do maior nível de garantias para o aumento da dívida, assim como o elevado risco apresentado por algumas empresas influencia a diminuição da dívida ou que as empresas que utilizam mais dívida para financiar o seu crescimento.

Dimensão e rendibilidade podem ser considerados fatores determinantes na explicação da EC das empresas portuguesas e consequentemente explicar o ajuste para o nível ótimo de endividamento. As empresas maiores recorrem mais à dívida e as empresas mais rentáveis procedem no sentido oposto. Assim sendo as empresas portuguesas preferem recorrer primeiramente ao capital interno, e só depois ao capital externo, confirmando a TPO.

Elisabete S. Vieira e António João Novo (2010) elaboraram um estudo com o objetivo de investigar a EC das PME portuguesas, além de verificar se as práticas empresariais portuguesas permitem validar os argumentos propostos pelas teorias financeiras explicativas da EC, nomeadamente as teorias da Pecking Order, dos custos de agência, da assimetria de informação ou da abordagem Trade-off.

A amostra consiste numa base de dados painel balanceada, contendo 306 observações, resultantes de 51 empresas e 6 anos de análise (entre 2000 e 2005).

As principais conclusões que retiraram dos resultados obtidos através das três regressões consideradas, utilizando o método MEF, que se apresentou como sendo o mais robusto, foram as seguintes:

- À medida que aumenta a dimensão das empresas, aumenta a sua capacidade de endividamento global, bem como de médio e longo prazo;
- O nível dos outros benefícios fiscais para além da dívida, não se apresentou como sendo relevante;
- Ao contrário do esperado, encontramos uma relação positiva entre o risco e o endividamento de longo prazo, o que pode ter explicação no facto da relação entre os custos de insolvência e o nível de financiamento ser dinâmico, o que, de acordo com Bradley et al. (1984), pode indicar a presença de custos de insolvência baixos;
- Os resultados obtidos indicam que a variável usada para proxy da reputação, a antiguidade, pode não ser a mais adequada;
- Não encontramos evidência capaz de suportar a hipótese de que quanto maior for o valor de garantia dos ativos da empresa, maior o rácio de endividamento.

Zélia Serrasqueiro e Ana Caetano (2015) com base numa amostra de 53 MPME's da região interior de Portugal entre 1998 e 2005 procuraram analisar se as teorias TTO e TPO são capazes de explicar as decisões de EC destas empresas.

Os resultados obtidos indicam uma relação negativa entre rentabilidade e dívida, o que sugere que as MPME's preferem financiamento interno em vez de financiamento externo. Como as empresas mais rentáveis são mais capazes de reter lucros ao longo do tempo, tornam-se menos dependentes da dívida. A dependência das MPME's do financiamento interno é também corroborada pela relação negativa e estatisticamente significativa entre idade e dívida, sugerindo que quanto maior é a idade da empresa, maior é a sua possibilidade de reter lucros e, conseqüentemente, menor é a sua necessidade de recorrer à dívida. A influência positiva da dimensão no recurso à dívida indica que uma maior dimensão da empresa permite uma maior diversificação das atividades, o que conseqüentemente reduz a probabilidade de falência da empresa.

As relações negativas entre rentabilidade e dívida, e entre idade e dívida, indicam que as MPME's seguem a TPO nas suas decisões de EC, mostrando a importância do financiamento interno para as MPME's, particularmente para as mais jovens.

A relação positiva entre dimensão e dívida também pode ser interpretada, de acordo com os pressupostos da TPO, uma vez que uma maior dimensão da empresa pode levar a menos problemas de assimetria de informação, e a menores custos de dívida para as MPME's, permitindo um acesso mais fácil à dívida e em condições mais favoráveis para essas empresas. Portanto, uma maior dimensão das empresas contribui para que as MPME's obtenham endividamento em condições mais favoráveis.

Os resultados indicam também que as MPME's ajustam, relativamente depressa, o seu rácio de endividamento efetivo para o rácio de endividamento ótimo. Este resultado sugere que os custos do desequilíbrio financeiro são maiores do que os custos que as MPME's suportam, quando ajustam o seu rácio de endividamento efetivo em direção ao rácio de endividamento ótimo.

Aqui, as MPME's parecem adotar um comportamento de financiamento de acordo com as previsões da TPO. Os resultados obtidos permitem-nos concluir que as decisões sobre a estrutura de capital das MPME's podem ser explicadas à luz dos pressupostos das TPO e da TPO. Por um lado, as MPME's fazem um ajustamento considerável da sua dívida real para o nível ótimo de endividamento, e a sua dimensão contribui para um maior recurso à dívida. Estes resultados corroboram os pressupostos da TPO.

Por outro lado, as MPME's mais rentáveis e mais antigas voltam-se menos para o endividamento, com um maior recurso ao endividamento em função da sua dimensão. Estes resultados corroboram as previsões da TPO.

Considerando que a Beira Interior é uma região relativamente desfavorecida de Portugal no contexto da economia nacional, onde as MPME's são especialmente importantes para o aumento do emprego e do crescimento económico, sugerimos que os decisores políticos devem dar um apoio efetivo através de condições favoráveis a estas MPME's na obtenção de dívidas. Desta forma, quando o financiamento interno é insuficiente, as MPME's jovens e pequenas poderiam recorrer ao financiamento externo em condições vantajosas, permitindo a estas empresas financiar eficazmente as suas atividades.

Resumindo:

As TPO e TTO foram frequentemente colocadas em oposição, procurando identificar qual delas oferece a melhor explicação relativamente às decisões sobre a EC (Serrasqueiro & Caetano, 2015).

A dimensão, idade, rentabilidade, tangibilidade e crescimento dos ativos, explicam as decisões de EC das MPME portuguesas que, na sua maioria seguem a previsão da TPO e, em menor medida, os pressupostos da TTO (Matias & Serrasqueiro, 2017).

Mas nenhuma destas duas teorias (TPO e TTO) fornece uma descrição completa da razão pela qual algumas empresas preferem o financiamento por endividamento e outras preferem o financiamento por capitais próprios em circunstâncias diferentes (Gomes, 2012).

Mas as mais populares e sobre as quais incide o nosso estudo, são a teoria pecking order (TPO) e a teoria do trade-off (TTO).

Assim, as previsões destas teorias por vezes obtiveram dados de forma contraditória.

Myers (1984), na sua pesquisa pergunta "Como é que as empresas escolhem a sua EC?"

Esta pergunta, apesar do tempo decorrido, ainda permanece atual; bem como qual a teoria/teorias que os gestores procuram identificar tentando obter a melhor explicação relativamente às decisões sobre a EC.

## 4.- Caracterização do capital social e do capital próprio

### 4.1.- O Capital Social

O capital social (CS) é tido como uma das formas de regular os direitos e os deveres dos sócios nomeadamente o direito aos lucros e o direito de voto. Isto porque grande parte destes direitos e deveres são delineados em conformidade com a participação dos sócios no CS. Desta forma, este constitui um elemento que possibilita a determinação da posição jurídica dos sócios dentro da sociedade, sendo a própria lei que coloca o exercício de alguns direitos sociais na dependência de uma participação mínima no CS.

Podemos, assim, verificar que, em vários aspetos, o rumo da sociedade depende das deliberações que são tomadas pelos sócios, e que os votos resultantes dessas deliberações estão intrinsecamente ligados à participação de cada sócio no CS.

O CS “ é a cifra pecuniária, estatutária e contabilística que representa a soma dos valores nominais ou dos valores de emissão das participações sociais, que não correspondem a entradas em serviços, emitidas por uma sociedade comercial” (Antunes, 2015).

O CS apresenta-se como um “nomem iuris, como uma mera cifra que obrigatoriamente consta dos estatutos sociais, necessariamente expressa em moeda com curso legal em Portugal” (Abreu, 2013).

O CS tem uma importância fundacional (Cunha, 2019), dada a sua obrigatoriedade de inclusão no contrato de sociedade (Oliveira, 2014) conforme artigo 197º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais para as Sociedades por Quotas e artigo 271º e seguintes para as Sociedades Anónimas. Além disso, tem uma importância funcional (interna) que caracteriza a posição de cada sócio/acionista em função da sua participação e também externa na medida que representa a garantia dos credores (Cunha, 2019).

O CS é correspondente ao dinheiro ou bens com que os sócios contribuíram na constituição da empresa, tratando-se, assim, de um valor numérico expresso em moeda com curso legal em Portugal, o Euro (Oliveira, 2014), conforme artigo 14º do Código das Sociedades Comerciais.

Deve ainda constar, com carácter de obrigatoriedade, nos estatutos sociais da empresa (Oliveira, 2014), conforme artigo 9º nº 1 alínea j do CSC).

Também se chama capital estatutário ao CS, uma vez que representa a soma das quotas-partes dos sócios e, sem alteração do pacto social, aparece em todos os balanços pelo mesmo valor (Silva, Pereira, & Rodrigues, 2006).

#### 4.1.1- O Capital Social das MPME em Portugal

##### 4.1.1.1.- Amostra

Os dados desta amostra foram provenientes do SABI, exportados em 10/20/2020, com dados atualizados até 07/10/2020. Os critérios utilizados foram os estabelecidos para a categoria das MPME visíveis na Recomendação da Comissão das Comunidades Europeias (2003):

- 3. Número de Empregados: 2019, max=249**
- 4. Total do activo (th EUR): 2019, max=43.000**
- 5. Vendas e serviços prestados (th EUR): 2019, max=50.000**

Ilustração 9 - Pressupostos dos dados retirados do SABI - MPME

Constata-se assim que, cumprindo cumulativamente os três critérios atrás mencionados, para o ano de 2019, em Portugal havia 364 356 MPME com dados económicos entregues através da submissão da IES. A amostra é então de 364 356 MPME.

##### 4.1.1.2.- Caracterização do Capital Social das MPME em Portugal

Analisando a composição do CS nas MPME em Portugal (ilustração 10 e 11) verifica-se que 51,72% (188434 empresas) têm um CS com valores no escalão de cinco a vinte e cinco mil euros; surgem em segundo lugar, com valores idênticos, as MPME com CS menor do que mil euros e superior a cinquenta mil euros, representando cada uma 14,97% do total das MPME (54 527 e 54 532 respetivamente).

## A Estrutura de Capital das Micro, Pequenas e Médias Empresas em Portugal

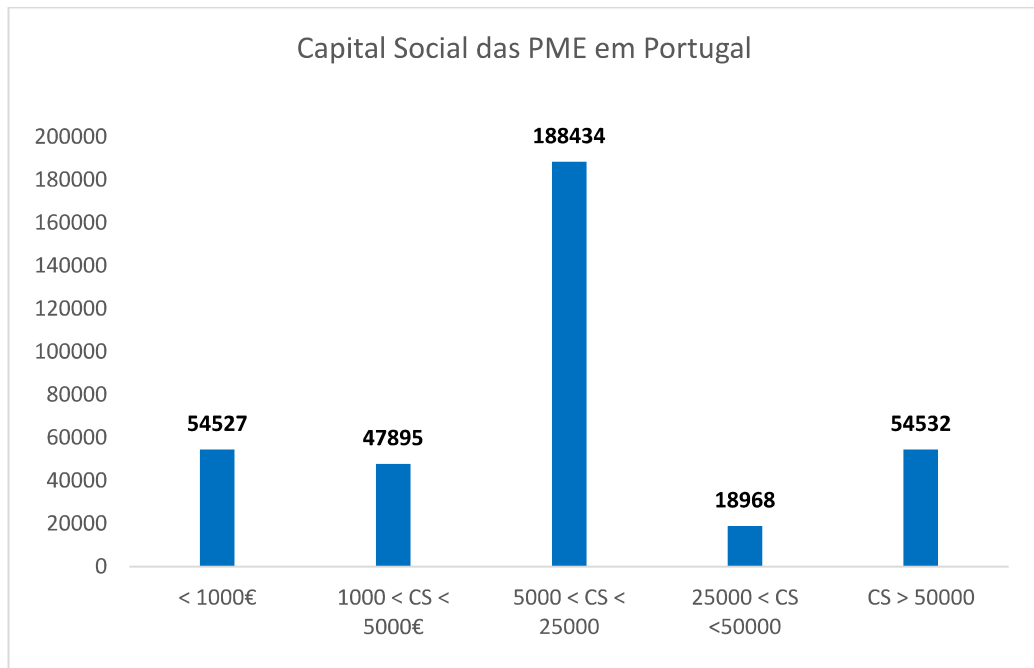


Ilustração 10 – Composição do Capital Social nas MPME em Portugal

Elaboração própria – Fonte: SABI com dados retirados em 10/10/2020

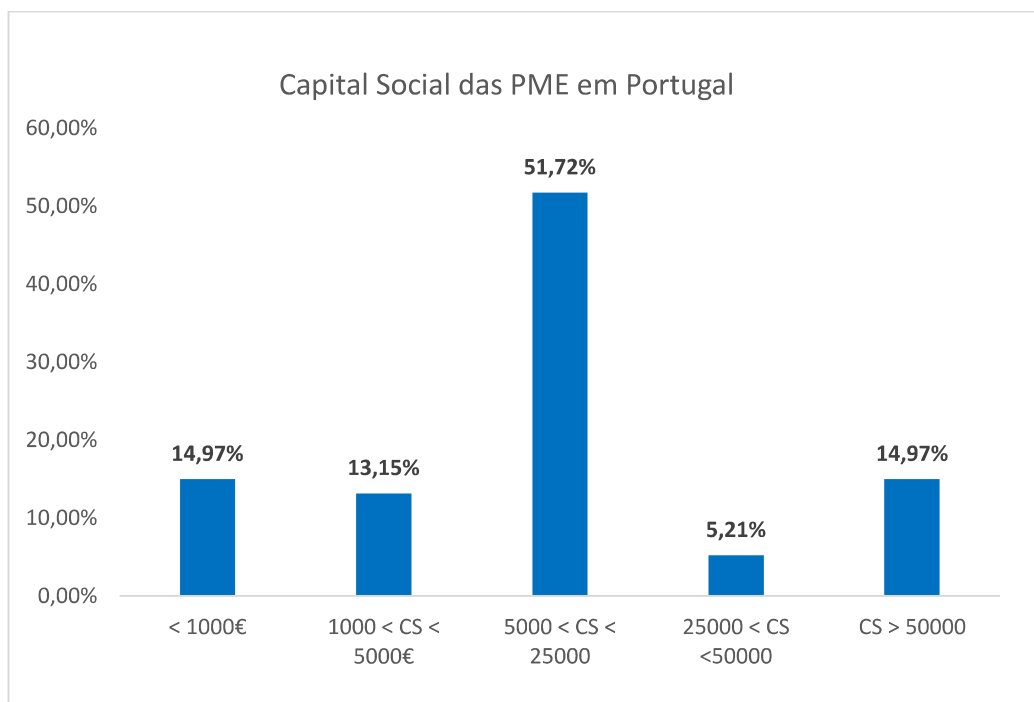


Ilustração 11 – Composição do Capital Social nas MPME em Portugal

Elaboração própria – Fonte: SABI com dados retirados em 10/10/2020

## 4.2.- O Capital Próprio

A decisão sobre a EC é um processo contínuo. Qualquer mudança na EC afeta as proporções dívida-CP, o que por sua vez influencia o custo do capital. Consequentemente, isto afeta o valor da empresa. Do mesmo modo, a política de EC e a política de dividendos estão interrelacionadas. Política de dividendos afeta os lucros disponíveis para reinvestimento. A retenção dos lucros para reinvestimento fortalece a posição patrimonial dos acionistas. Em resumo, podemos dizer que a EC tem uma incidência sobre o custo de capital, lucro líquido, ganhos por ação, rácio de pagamento de dividendos e posição de liquidez da empresa. Estas variáveis, juntamente com outros, determinam o valor de uma empresa (Mishra, 2011).

CP é “o interesse residual nos ativos da entidade depois de deduzir todos os seus passivos” (Rodrigues, 2016) conforme nº 49, alínea c, da Estrutura Conceptual do SNC.

O CP representa o total dos fundos aplicados pelos sócios acrescido dos lucros não distribuídos (Silva et al., 2006).

O CP é também comumente designado por situação líquida, dado que o CP de uma empresa é sempre igual ao seu ativo deduzido do passivo.

Contabilisticamente o CP corresponde à classe 5 do SNC:

Classe 5 – Capital Reservas e resultados transitados

51. Capital Subscrito

52. (Ações (quotas) próprias)

53. Outros instrumentos de CP

54. Prémios de emissão

55. Reservas

56. Resultados transitados

57. Ajustamentos em ativos financeiros

58. Excedentes de revalorização de ativos fixos tangíveis e intangíveis

59. Outras variações no CP

O CS e o CP são iguais na fase do arranque/constituição das sociedades e normalmente nunca mais são iguais (Anjos, 2016; Cunha, 2019).

O CP (património) está em permanente mutação, representando o conjunto de direitos e deveres (vinculações) da sociedade (Cunha, 2019).

O CP é sempre uma realidade tangível de um fundo patrimonial, de uma concreta quantidade de bens, variável na sua composição e valor ao longo do tempo (Abreu, 2013). Fala-se assim num princípio de intangibilidade do CP dado que os sócios não podem retirar licitamente bens pertencentes à sociedade enquanto o ativo da mesma não for superior à soma do CS e das reservas legais (Cunha, 2019; Oliveira, 2014), conforme nº 1 do artigo 32º do CSC.

De acordo com a TPO, as empresas seguem uma sequência hierárquica aquando das decisões de financiamento. Inicialmente, recorrem a fundos gerados internamente (autofinanciamento). Apenas quando estes não são suficientes para cobrir as necessidades de financiamento, recorrem ao financiamento externo, começando por emitir dívida, deixando para último o recurso à emissão de ações. Com base nesta teoria, as empresas com elevada capacidade de gerar resultados têm baixos níveis de capital alheio, não por terem definido como objetivo um baixo rácio de endividamento, mas sim porque não necessitam de recorrer a recursos externos, já que têm capacidade de autofinanciamento (Vieira & Novo, 2010).

As empresas primeiro financiam-se através de fundos internos; numa segunda fase e, se necessário, recorrem a financiamento externo. A emissão/aumento de capitais próprios é deveras importante quando a capacidade de obtenção de dívida estiver limitada. Com o aumento dos Capitais Próprios as empresas tendem a diminuir o Endividamento (Ghasemi & Razak, 2016).

#### 4.3.- O Artigo 35º do Código das Sociedades Comerciais

Com a entrada em vigor do [Decreto-Lei n.º 33/2011, de 7 de Março](#) passou a haver a possibilidade de os sócios fixarem livremente o valor do CS. Assim passou a haver constituição de sociedades com CS muito reduzido, (nomeadamente de 1€ por cada sócio, conforme n.º 1 do Artigo 219 do CSC, com um número mínimo de dois sócios para as sociedades por quotas, conforme n.º 2 do Artigo 7 do CSC), valor esse que é manifestamente insuficiente para incrementar qualquer atividade comercial.

Assim, com base nesse valor reduzido, o CS deixa de ser uma verdadeira garantia para os credores e, em geral, para quem se relaciona com a sociedade. Cada vez mais, os credores confiam que a liquidez de uma sociedade é proveniente de algumas das suas características, entre elas o volume de negócios e o seu património (preâmbulo do decreto lei n.º 33/2011).

Quando constituídas com valor mínimo de CS, as sociedades não dispõem de capital adequado às suas necessidades económicas, ficando numa situação de subcapitalização. Assim, a Subcapitalização significa insuficiência de capitais para permitir a normal realização da atividade previamente definida (Cunha, 2019).

Havendo CS de valor reduzido e atividade que ainda não proporcionou constituição de reservas, é natural que se verifique perda de CS. A perda de parte do CS encontra assento legal no Artigo 35º do CSC, que teve por finalidade credibilizar as sociedades comerciais e proteger os interesses de terceiros, incluindo os credores, como já anteriormente abordado (Cunha, 2019).

A redação atual do artigo 35º do CSC foi introduzida pelo Decreto-lei n.º 19/2005 de 18 de Janeiro. O texto atualizado deste artigo refere:

“Perda de metade do capital:

1 - Resultando das contas de exercício ou de contas intercalares, tal como elaboradas pelo órgão de administração, que metade do CS se encontra perdido, ou havendo em qualquer momento fundadas razões para admitir que essa perda se verifica, devem os gerentes convocar de imediato a assembleia geral ou os administradores requerer prontamente a convocação da mesma, a fim de nela se informar os sócios da situação e de estes tomarem as medidas julgadas convenientes.

2 - Considera-se estar perdida metade do CS quando o CP da sociedade for igual ou inferior a metade do CS;

3 - Do aviso convocatório da assembleia geral constarão, pelo menos, os seguintes assuntos para deliberação pelos sócios:

- a) A dissolução da sociedade;
- b) A redução do CS para montante não inferior ao CP da sociedade, com respeito, se for o caso, do disposto no n.º 1 do artigo 96.º;
- c) A realização pelos sócios de entradas para reforço da cobertura do capital”.

Da leitura deste artigo observa-se que não é mencionada qualquer consequência legal quando se verifica a mencionada situação de insuficiência de capitais próprios, limitando-se a dispor a apreciação da situação pelos sócios convocados para Assembleia Geral a fim de tomarem as medidas adequadas.

Coloca-se então a questão de quais as medidas adequadas que deverão ser adotadas. Esta questão revela-se particularmente pertinente dado que, mesmo havendo Assembleia Geral, a maioria dos sócios não quer fazer o saneamento financeiro necessário ou simplesmente não chega a acordo para tomar qualquer medida (Cunha, 2019).

A primeira obrigação é a de publicitar a sua situação financeira deficitária, conforme preceituado no n.º 2 do Artigo 171º do CSC. Não publicitando a situação, a sociedade incorre numa multa de 250€ a 1500€, conforme n.º 2 do Artigo 528º do CSC. O valor da multa, de reduzida expressão, é na maioria dos casos motivação suficiente para a não publicitação da insuficiência de capitais próprios por perda de metade do CS.

#### 4.3.1.- Amostra

Os dados desta amostra foram provenientes do SABI, exportados em 10/20/2020, com dados atualizados até 07/10/2020. Os critérios utilizados foram os estabelecidos para a categoria das MPME visíveis na Recomendação da Comissão das Comunidades Europeias (2003):

- 3. Número de Empregados: 2019, max=249**
- 4. Total do activo (th EUR): 2019, max=43.000**
- 5. Vendas e serviços prestados (th EUR): 2019, max=50.000**

Ilustração 12 - Pressupostos dos dados retirados do SABI - MPME

Para além desses critérios cumulativos adicionou-se outro: que o total do capital próprio para os anos de 2015, 2016, 2017, 2018 e 2019 apresentasse valores inferiores a zero euros.

Com estes critérios cumulativos efetuou-se a estratégia de pesquisa no SABI, onde se retiraram os seguintes dados:

	Resultado do passo	Resultado da pesquisa
1. País/Região: Portugal	733.104	733.104
2. Data de constituição: até e incluindo 31/12/2019	2.464.667	729.658
3. Número de Empregados: 2019, max=249	612.155	365.813
4. Total do activo (th EUR): 2019, max=43.000	366.113	364.542
5. Vendas e serviços prestados (th EUR): 2019, max=50.000	366.958	364.356
6. Total do capital próprio (th EUR): 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, max=0	28.571	28.352
	<b>Total</b>	<b>28.352</b>

Ilustração 13 - Art.º 35 CSC - Estratégia de pesquisa de dados no SABI

Constata-se assim que, cumprindo cumulativamente os quatro critérios atrás mencionados, para o período de 2015 a 2019, com dados económicos entregues através da submissão da IES, em Portugal havia 28 352 MPME que cumulativamente pelo menos em três anos seguidos apresentavam capitais próprios negativos. A amostra é então de 28 352 MPME.

#### 4.3.2.- Caracterização MPME que não cumprem o Art.º 35º do CSC

Sendo o foco desta dissertação a EC das MPME a exportação de dados teve em conta os critérios cumulativos aplicáveis a esse conjunto de empresas, de acordo com a Recomendação da Comissão das Comunidades Europeias relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas, de 6 de Maio de 2003:

“A categoria das Micro, Pequenas e Médias Empresas, 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.”

Isto é, cumulativamente menos de duzentos e cinquenta empregados, menos de quarenta e três milhões de euros no Ativo e menos de cinquenta milhões de euros como volume de negócios (o SABI apresenta esta variável como Vendas e serviços prestados).

Relativamente à análise do cumprimento/incumprimento do Artigo 35º do CSC, a amostra retirada foi de 28 352 empresas que cumulativamente em 2017, 2018 e 2019 apresentavam capitais próprios negativos (ilustração 13). Para além disso, referente aos anos de 2015, 2016, 2017, 2018 e 2019, foram retirados dados de duas variáveis (CS e CP) para se averiguar quais as empresas que tinham perdido pelo menos metade do capital.

Podemos afirmar que, através dos dados da IES disponíveis no SABI, entre 2015 e 2019 houve uma diminuição no número de empresas com perda de metade do capital (de 113037 para 101086) e, percentualmente, uma redução de 32,12% para 27,74% (conforme Ilustração 14).

Todavia não deixa de ser deveras preocupante que no universo das MPME analisadas mais do que um quarto delas esteja em situação de perda de metade do capital (conforme Art.º 35 do CSC).

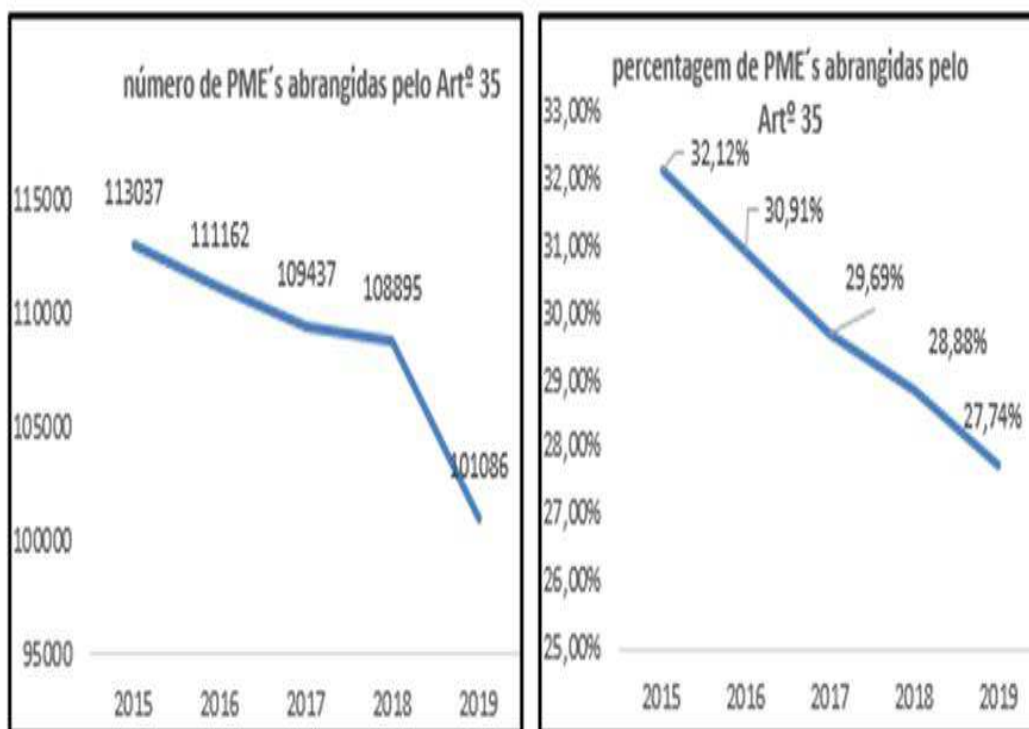


Ilustração 14 – Número e Percentagem de MPME's abrangidas pelo Art.º 35 CSC

Elaboração própria – Fonte: SABI com dados retirados em 10/10/2020

Dentro deste universo de empresas, é ainda possível diferenciar empresas em duas situações distintas, isto é, empresas em situação de perda de metade do capital cujo CP ainda é positivo (conforme Ilustração 15) e, por outro lado, empresas em situação de perda de metade do capital cujo CP é negativo (conforme Ilustração 16).

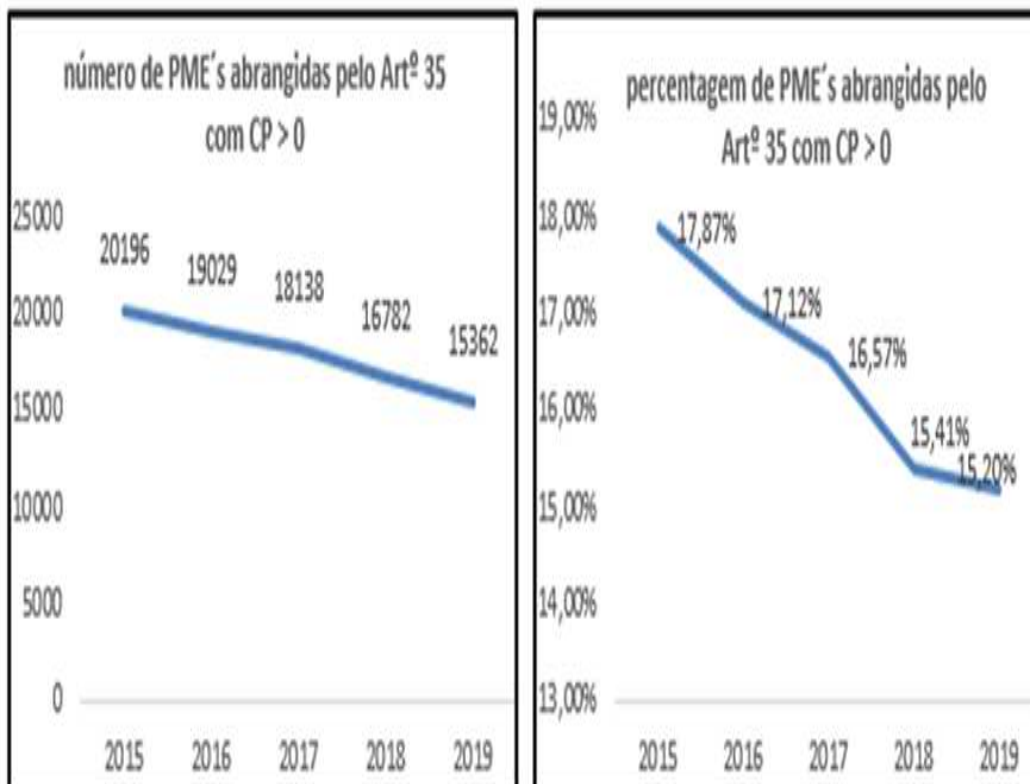


Ilustração 15 – MPME abrangidas pelo Art.º 35 CSC com Capital Próprio positivo

Elaboração própria – Fonte: SABI com dados retirados em 10/10/2020

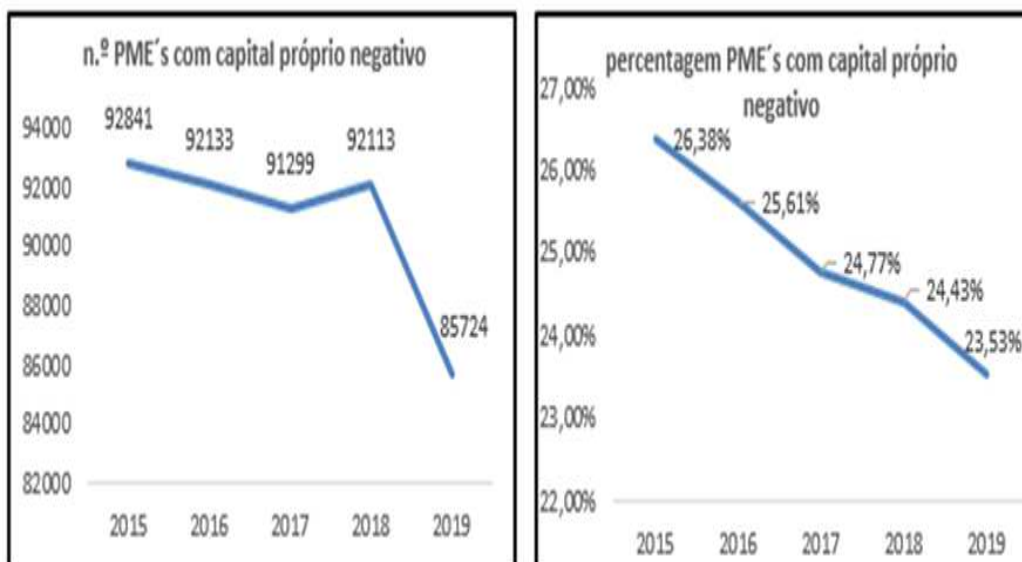


Ilustração 16 - MPME abrangidas pelo Art.º 35 CSC com Capital Próprio negativo

Elaboração própria – Fonte: SABI com dados retirados em 10/10/2020

É possível, a partir dos dados evidenciados, observar que a grande maioria das empresas na situação de perda de metade do capital tem capitais próprios de valor negativo.

Os valores dos capitais próprios das empresas que se mantiveram em 2017, 2018 e 2019 cumulativamente com capitais próprios negativos totalizavam, respetivamente,

	2017	2018	2019
total dos capitais próprios	-8 822 863 168 €	-8 056 736 501 €	-8 469 503 159 €
valor dos capitais próprios da empresa em pior circunstância	-362 023 927€	-320 354 762€	-328 702 167€

Constata-se então que parte das empresas que, cumulativamente apresentam valores abrangidos pela perda de metade do capital, não tomam as medidas adequadas a resolver essa situação.

## 5.- Metodologia e Resultados

Neste capítulo será apresentada a amostra das empresas, as variáveis selecionadas e a metodologia econométrica utilizada no estudo empírico realizado. Os dados apresentados foram recolhidos do SABI – Sistema de Avaliação de Balanços Ibericos, no dia 10 de Outubro de 2020 com atualização até 07 de Outubro de 2020.

### 5.1.- Caraterização da Amostra

Sendo o foco desta dissertação as MPME's, a exportação de dados teve em conta os critérios cumulativos aplicáveis a esse conjunto de empresas, de acordo com a Recomendação da Comissão das Comunidades Europeias relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas, de 6 de Maio de 2003, “A categoria das Micro, Pequenas e Médias Empresas, 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.”

## A Estrutura de Capital das Micro, Pequenas e Médias Empresas em Portugal

No que diz respeito à análise do endividamento, as empresas objecto deste estudo serão apenas as exportadas referentes ao ano de 2019, dentro dos critérios atrás mencionados, que perfazem 364 356.

Após construção de colunas em excel verificou-se que existiam 2 173 empresas com CP igual a zero, tendo-se optado pela sua eliminação. A amostra contempla então 362 183 empresas (ilustração 17).

Product name	Sabi		
Update number	254		
Software version	104.00		
Data update	07/10/2020 (nº 2541)		
Username	IP login-98		
Export date	10/10/2020		
Cut off date	31/03		
		<b>Resultado do</b>	<b>Resultado da</b>
		<b>passo</b>	<b>pesquisa</b>
1. País/Região: Portugal		733.104	733.104
2. Data de constituição: até e incluindo 31/12/2019		2.464.667	729.658
3. Número de Empregados: 2019, max=249		612.155	365.813
4. Total do activo (th EUR): 2019, max=43.000		366.113	364.542
5. Vendas e serviços prestados (th EUR): 2019, max=50.000		366.958	364.356
Pesquisa Booleana : 1 E 2 E 3 E 4 E 5			
		<b>Total</b>	<b>364.356</b>
	empresas eliminadas (capital próprio = 0)		2 173
	empresas analisadas		362 183

Ilustração 17 - Estratégia de Pesquisa SABI - Dados MPME 2019

## 5.2.- Definição das Variáveis

Nas páginas 26 a 28 desta dissertação, evidenciando a TPO , eram mencionadas variáveis que explicam as decisões de EC das MPME portuguesas;

Variáveis: dimensão, idade, rentabilidade e tangibilidade.

Um elevado número de autores elaboraram estudos considerando as variáveis atrás apresentadas:

Chittenden, Francis; Hall, Graham; Hutchinson, Patrick (1996);

Daskalakis, Nikos; Psillaki, Maria (2005);

Mira, Francisco Sogorb (2005);

Klapper, Leora F.; Sarria-Allende, Virginia; Zaidi, Rida (2006);

Serrasqueiro, Zélia; Nunes, Paulo Maçãs (2008);

Vieira, Elisabete S.; Novo, António João (2010);

Yazdanfar, Darush; Ohman, Peter; Lu-Andrews, Ran; Albanez, Tatiana (2010);

Mishra, Chandra Sekhar (2011);

Jahanzeb, Agha; Saif-Ur-Rehman; Bajuri, Norkhairul Hafiz; Karami, Meisam; Ahmadimousaabad, Aiyoub (2014);

Karanja, Maina Geoffrey (2014);

Dong, Yan; Men, Chao (2014);

Serrasqueiro, Zélia; Caetano, Ana (2015);

Pacheco, Luís (2016);

Matias, Fernanda; Serrasqueiro, Zélia (2017);

Rahman, Md Takibur (2019);

D'Amato, Antonio (2019) e

Simatupang, Hotman Jefferson; Purwanti, Lilik; Mardiati, Endang (2019).

Consideravam as variáveis atrás indicadas relacionando-as com o endividamento em três vertentes diferentes: o de curto prazo, o de médio prazo e o de longo prazo.

Para além destas variáveis independentes, cuja inclusão no estudo empírico é justificada pelos vários estudos dos autores acima mencionados, juntou-se outra variável com a denominação de Fornecedores e que também é objeto de estudo relacionado com o endividamento apresentada pelos seguintes autores:

Vicente Cunat (2007)

Olga Maria Rodríguez-Rodríguez (2008)

Barbara Summers & Nicholas Wilson (2010)

Leora F. Klapper Luc Laeven Raghuram Rajan (2011)

Haitao Li, Liuqing Mai, Wenlong Zhang, Xiangyu Tian (2018)

### 5.2.1.- Variáveis Dependentes/Explicadas:

O endividamento é considerado como um dos indicadores mais utilizados na análise da saúde financeira da empresa. Um elevado rácio de endividamento pode aumentar a probabilidade de angústia financeira. Também se argumenta que a estrutura da dívida de uma empresa tem uma influência significativa sobre a eficácia do sistema de controlo interno das empresas.

O risco de falência é também considerado como um fator de risco significativo que, mais uma vez, aumenta os esforços de auditoria em termos de verificação da fiabilidade de demonstrações financeiras verificando a extensão do sistema financeiro e se contém declarações falsas e falhas financeiras (Habib, Bhuiyan, Huang, & Miah, 2018).

Tomando como base estes estudos construíram-se as variáveis dependentes seguidamente apresentadas:

Variáveis Dependentes	Formula de Cálculo
Endividamento Geral (EG)	$\frac{\text{Total do Passivo}}{\text{Total do Ativo}}$
Endividamento de Curto Prazo (ECP)	$\frac{\text{Passivo Corrente}}{\text{Total do Ativo}}$
Endividamento de Médio/Longo Prazo (EMLP)	$\frac{\text{Passivo Não Corrente}}{\text{Total do Ativo}}$

Ilustração 18 – Metodologia - Variáveis Dependentes

### 5.2.2.- Variáveis Independentes/Explicativas

As variáveis independentes a utilizar e que são os determinantes da EC das empresas apresentam-se de seguida.

#### **Reputação:**

Esta variável a que atribuí o nome de reputação também poderia ser designada por antiguidade ou até por idade. Consiste no número de anos de existência da empresa desde a sua constituição até ao presente ano e é representada pelo logaritmo. Uma empresa que, apesar de todas as adversidades, consegue sobreviver, nomeadamente às crises económicas e financeiras nacionais e mundiais, consegue ganhar notoriedade perante os mercados e ganhar confiança perante os bancos, permitindo acesso mais facilitado a financiamento externo (Diamond, 1989; Vieira & Novo, 2010).

A reputação é importante quando existe um conjunto diverso de características exógenas relevantes num grupo de agentes observadamente equivalentes, porque isto implica que há uma quantidade substancial de conhecimento sobre uma empresa. O autor analisa a influência da reputação na capacidade de eliminar o conflito de interesses entre financiadores externos e a empresa (Diamond, 1989).

As empresas mais jovens tendem a recorrer mais ao endividamento do que as empresas numa fase posterior do seu ciclo de vida. As empresas que atravessam a fase inicial (de sobrevivência) com sucesso tendem a reter lucros, e por isso recorrem menos ao financiamento externo do que as mais jovens (Matias & Serrasqueiro, 2017).

A idade da empresa corresponde em grande parte ao ciclo económico das MPME. As MPME em fase de arranque recorrerem mais a capitais próprios externos, particularmente investidores privados e business angels, até porque o capital próprio interno é limitado. Na fase de arranque, os lucros retidos são escassos, e os recursos pessoais dos proprietários são muito limitados. Uma segunda razão está associada a uma combinação de assimetrias de informação e potenciais problemas de agência relacionados com a falta de um histórico comercial (Yazdanfar et al., 2010).

De acordo com os estudos dos autores apresentados anteriormente (página 53) espera-se que seja verificada uma relação positiva entre a variável dependente Endividamento (seja ele geral, de curto prazo ou de médio longo prazo) e a variável reputação. Apresentam-se de seguida dados sobre a antiguidade das MPME em Portugal.

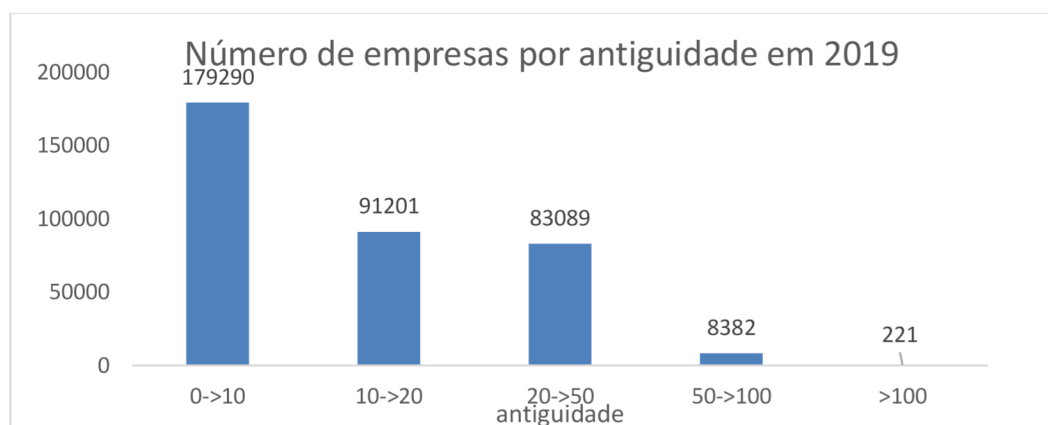


Ilustração 19 – Número de MPME por antiguidade em 2019

Elaboração própria – Fonte: SABI com dados retirados em 10/10/2020

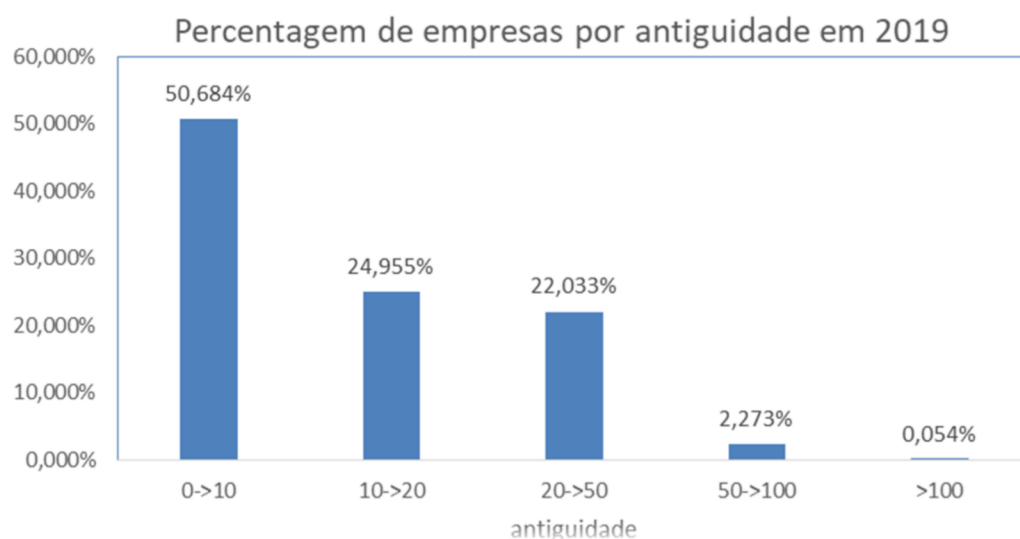


Ilustração 20 - Percentagem de MPME por antiguidade em 2019

Elaboração própria – Fonte: SABI com dados retirados em 10/10/2020

Verifica-se a existência de duzentos e vinte uma MPME com mais do que cem anos de existência. A MPME com a data de constituição mais antiga e que entregou IES em 2019 tem cento e cinquenta e quatro anos de existência (Empresa mais antiga - constituída em 20/03/1866 listada com o n.º 360540 SABI 2019).

### **Rendibilidade:**

As MPME's emitem financiamento quando os lucros retidos não são suficientes para financiar as necessidades das empresas (Matias & Serrasqueiro, 2017; Norton, 1990; Scherr et al., 1993).

A TPO defende que existe uma relação negativa entre as variáveis endividamento e rendibilidade, devido ao facto de as empresas mais rentáveis recorrerem inicialmente aos cash-flows gerados e só depois a fontes externas (hierarquização das fontes de financiamento), ou seja, mostra que as empresas com menor endividamento externo são normalmente as mais rentáveis. Espera-se que seja verificada uma relação negativa entre a variável dependente Endividamento (seja ele geral, de curto prazo ou de médio longo prazo) e a variável Independente Rendibilidade (Vieira & Novo, 2010).

A empresa com boa rentabilidade terá certamente várias alternativas na tomada de uma decisão de financiamento. Na TPO, a empresa que tem uma rentabilidade elevada tende a dar prioridade ao autofinanciamento porque é considerado capaz de financiar as suas necessidades. A melhoria da rentabilidade permitirá que a empresa reforce a sua economia financeira e minimizará a utilização da dívida no seu financiamento. Existem duas correntes que estabelecem relações distintas entre a rendibilidade e o endividamento: numa perspetiva de sinalização espera-se uma relação positiva entre as variáveis, pelo impacto da sinalização dos resultados futuros através de um maior ou menor endividamento. Se a relação entre a rendibilidade e o endividamento for positiva, teremos evidência de sinalização; caso seja negativa, estará de acordo com a TPO. A hipótese foi formulada de acordo com esta última teoria, pelo que esperamos uma relação negativa entre as variáveis (Vieira & Novo, 2010).

O capital próprio externo não é uma fonte alternativa de financiamento para as MPME, uma vez que a grande maioria destas empresas está fora do mercado bolsista; existe ainda a relutância dos seus proprietários/gestores em abrir o capital a investidores externos, de modo a evitar perder o controlo e a independência da empresa. A maior relutância dos proprietários em interferir externamente na empresa é particularmente importante nos casos em que há elevados proprietários (Matias & Serrasqueiro, 2017).

A TPO é a teoria mais relevante para explicar a correlação entre a rentabilidade e a estrutura de capital porque, nas diferentes condições financeiras, a empresa escolherá sempre primeiro o autofinanciamento, hierarquizando assim as suas prioridades. O efeito negativo entre rentabilidade e estrutura de capital significa que quando a rentabilidade da empresa aumenta, a proporção da dívida utilizada na estrutura de capital diminuirá porque a empresa dará prioridade ao financiamento interno (Simatupang et al., 2019).

A fórmula de cálculo da rendibilidade é:

$$\frac{EBITDA}{Total\ do\ Ativo}$$

### **Dimensão:**

A dimensão de uma empresa é obtida através do logaritmo do total ativo, variável utilizada em diversas investigações no âmbito das MPME (Vieira & Novo, 2010).

As empresas jovens e pequenas são importantes determinantes do crescimento económico e preparam o caminho para investigar as determinantes da estrutura financeira das empresas com base na sua dimensão. A literatura sobre a estrutura do capital comunica-nos que a maioria das investigações tem o foco nas grandes empresas e apenas uma pequena percentagem é feita em empresas de pequena dimensão (Satish Kumar, 2017).

A dimensão da empresa pode influenciar o acesso ao financiamento por parte das MPME; a assimetria informativa entre insiders e outsiders pode ser visível nas pequenas empresas porque há menos informação disponível no mercado (Yazdanfar et al., 2010).

Espera-se que seja verificada uma relação positiva entre a variável dependente Endividamento (seja ele geral, de curto prazo ou de médio longo prazo) e a variável dimensão.

### **Tangibilidade:**

As empresas com maior valor de ativos conseguem emitir mais facilmente obrigações ou obter empréstimos, porque os ativos fixos das empresas servem como garantia para os empréstimos e assim reduzem os riscos de insolvência para os credores, conforme diz a TTO (explicada nas páginas 19 a 21). Quanto maiores forem as garantias oferecidas, menor será a probabilidade de incumprimento (Vieira & Novo, 2010). Espera-se que seja verificada uma relação positiva entre a variável dependente Endividamento (seja ele geral, de curto prazo ou de médio longo prazo) e a variável Independente Tangibilidade.

Na TTO, explica-se que uma das garantias que podem ser utilizadas para a obtenção de empréstimos sob a forma de dívida é um bem tangível. Esta teoria também explica que a empresa com elevado crescimento de ativos tangíveis terá uma melhor oportunidade de obter o empréstimo da dívida utilizando esses bens como garantia.

Com base nessa explicação, conclui-se que o crescimento dos ativos tangíveis afetam a EC (Simatupang et al., 2019).

As empresas com uma estrutura patrimonial baseada em ativos fixos tangíveis obtêm financiamento em condições mais favoráveis, uma vez que, em caso de falência, os ativos tangíveis servem de garantia aos credores relativamente ao cumprimento das obrigações e ao reembolso da dívida. Sendo assim, as empresas com níveis mais elevados de ativos tangíveis têm mais facilidade em obter financiamento (Matias & Serrasqueiro, 2017).

A fórmula de cálculo da Tangibilidade é: 
$$\frac{\textit{Ativo Não Corrente}}{\textit{Total do Ativo}}$$

### **Fornecedores:**

O crédito comercial pode ser visto como uma consequência natural de uma interação comercial, apesar da existência de um sector bancário competitivo. É largamente utilizado e representa uma parte importante das finanças das empresas. Os fornecedores estão mais aptos a impor o pagamento da dívida do que os bancos porque têm a ameaça de interromper o fornecimento de bens intermédios aos seus clientes.

Segundo, os fornecedores podem atuar como fornecedores de liquidez, apoiando os seus clientes sempre que estes sofram choques temporários de liquidez. A condição necessária para que estes elementos existam é a presença de um excedente que é dividido entre fornecedores e clientes se estes continuarem a fazer negócios. Por outras palavras, deve existir uma ligação entre o fornecedor e o cliente que torna dispendioso para o cliente encontrar fornecedores alternativos e dispendioso para o fornecedor perder os seus atuais clientes. Um acordo comum de "duas partes" é designado por "2-10 líquidos 30", o que significa que se os clientes pagarem no prazo de 10 dias após a entrega, então qualificam-se para um desconto de 2%. Caso contrário, podem pagar até 30 dias após a entrega (Cunat, 2007; Klapper et al., 2011; Summers & Wilson, 2010).

O crédito comercial é uma forma de financiamento através da qual as empresas atuam como fornecedores de crédito a outras empresas, adiando a cobrança dos montantes devidos. Várias teorias têm tentado explicar as razões pelas quais as empresas optam por adotar esta política comercial, mas não existe uma teoria geral sobre o crédito comercial. É evidente que as empresas comerciais comuns podem reduzir o papel das instituições financeiras, optando por adiar a cobrança de dinheiros devidos. Ao fazê-lo, os fornecedores permitem que os seus clientes continuem as suas atividades diárias, apesar de quaisquer restrições que os clientes possam estar a sofrer nos mercados de crédito (Rodríguez-Rodríguez, 2008).

O crédito comercial oferece benefícios para além da liquidez e da distribuição do risco. Uma das vantagens mais importantes do crédito comercial é uma redução dos custos de transação que são originados com um sistema de pagamento imediato na entrega da mercadoria. O crédito comercial pode reduzir substancialmente os custos de transação ao separar a troca de mercadorias da troca de dinheiro, e ao permitir que o pagamento de faturas seja efetuado periodicamente (Rodríguez-Rodríguez, 2008).

O crédito comercial também tem demonstrado atuar como um substituto do crédito bancário durante períodos de aperto monetário ou crise financeira. O crédito comercial, contudo, não é utilizado apenas para fins de financiamento. O crédito comercial é uma forma de um fornecedor se envolver na discriminação de preços, dando aos clientes favorecidos ou mais poderosos prazos mais longos (Klapper et al., 2011).

Após a inserção das variáveis independentes elaborou-se um quadro resumo (conforme ilustração 21) onde constam quer a fórmula de cálculo quer o sinal esperado, com base nos estudos dos autores já atrás referenciados na página 53:

Variáveis Independentes	Formula de Cálculo	Sinal Esperado
Reputação (REP)	$\log(\text{ano de 2020} - \text{ano da constituição})$	+
Rendibilidade (REND)	$\frac{EBITDA}{\text{Total do Ativo}}$	-
Dimensão (DIM)	$\log(\text{total do ativo})$	+
Tangibilidade (TANG)	$\frac{\text{Ativo Não Corrente}}{\text{Total do Ativo}}$	+
Fornecedores (FORN)		+

Ilustração 21 - Metodologia – Variáveis Independentes

### 5.3.- Análise de Dados

Para testar a validade empírica dos vários comportamentos subjacentes às hipóteses formuladas, recorreremos ao modelo de regressões, na medida em que este permite avaliar a capacidade explicativa das variáveis independentes definidas nas opções de financiamento das MPME. Consideramos como variáveis dependentes diversos indicadores financeiros de endividamento, mais concretamente o endividamento geral (EG), o endividamento de curto prazo (ECP) e o endividamento de médio e longo prazo (EMLP).

As principais questões a que esta investigação/dissertação procurará responder resumem-se às seguintes hipóteses, formuladas com base nos sinais das variáveis independentes (apresentadas na ilustração 21):

- H1** – O Endividamento aumenta à medida que a Reputação (REP) aumenta;
- H2** – O Endividamento diminui à medida que aumenta a Rendibilidade (REND);
- H3** - O Endividamento aumenta à medida que a Dimensão (DIM) aumenta;
- H4** - O Endividamento aumenta à medida que a Tangibilidade (TANG) aumenta;
- H5** – O Endividamento aumenta à medida que os Fornecedores (FORN) aumentam.

Desta forma iremos proceder a três regressões:

Equação 1 relativa ao **Endividamento Geral**:

$$EG = \beta_0 + \beta_1 \text{REP} + \beta_2 \text{REND} + \beta_3 \text{DIM} + \beta_4 \text{TANG} + \beta_5 \text{FORN}$$

Equação 2 relativa ao **Endividamento de Curto Prazo**:

$$ECP = \beta_0 + \beta_1 \text{REP} + \beta_2 \text{REND} + \beta_3 \text{DIM} + \beta_4 \text{TANG} + \beta_5 \text{FORN}$$

Equação 3 relativa ao **Endividamento de Médio Longo Prazo**:

$$EMLP = \beta_0 + \beta_1 \text{REP} + \beta_2 \text{REND} + \beta_3 \text{DIM} + \beta_4 \text{TANG} + \beta_5 \text{FORN}$$

Onde  $\beta_0$  representa a constante ou a ordenada na origem;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$  e  $\beta_5$  representam o peso de cada variável independente associada

Iremos testar os pressupostos no sentido de validar se os mesmos se encontram de acordo com o que o Modelo de Regressão Linear exige.

Testando o modelo e analisando os resultados da tabela de correlações (Coeficientes de Correlação de Pearson, ilustração 24) verifica-se que, para um nível de significância de 5%, os valores apresentados estão todos abaixo de 50%. Verifica-se que o teste de Durbin & Watson (conforme Ilustração 26) apresenta um valor de 2,000. Estes dados permitem afirmar que não existe uma correlação significativa entre as variáveis independentes. Verificada a não existência de correlação também não nos parece que os coeficientes apresentados sejam significativamente elevados para provocar problemas de multicolinearidade. Outro dos pressupostos validado é apresentado nas ilustrações 28, 29 e 30 onde se verifica a distribuição normal e aleatória dos resíduos.

Complementando estes dados com os valores de Sig. = 0,000<sup>b</sup> (o modelo ajustado aos dados é significativo) conforme é visível na ilustração 27, podemos então concluir que se verificaram e validaram os pressupostos que o Modelo de Regressão Linear exige.

As regressões foram realizadas com recurso ao programa IBM SPSS Statistics /versão 27, tendo-se verificado os seguintes dados que servem de base para a elaboração das equações:

Endividamento Geral		Endividamento de Curto Prazo		Endividamento de Médio Longo Prazo	
Modelo	B	Modelo	B	Modelo	B
1 (Constante)	85,809	1 (Constante)	25,139	1 (Constante)	60,67
Reputação	94,791	Reputação	38,536	Reputação	56,255
Rendibilidade	-13,013	Rendibilidade	-11,897	Rendibilidade	-1,116
Dimensão	-90,268	Dimensão	-32,306	Dimensão	-57,961
Tangibilidade	40,973	Tangibilidade	13,596	Tangibilidade	27,377
Fornecedores	0,045	Fornecedores	0,017	Fornecedores	0,028

Ilustração 22 – Peso das variáveis Independentes

Elaboração própria – Fonte: IBM SPSS 27

Então formam-se as seguintes equações:

Equação 1 relativa ao **Endividamento Geral**:

$$EG = 85,809 + 94,971 \text{ REP} - 13,013 \text{ REND} - 90,268 \text{ DIM} + 40,973 \text{ TANG} + 0,045 \text{ FORN}$$

Equação 2 relativa ao **Endividamento de Curto Prazo**:

$$ECP = 25,139 + 38,536 \text{ REP} - 11,897 \text{ REND} - 32,306 \text{ DIM} + 13,596 \text{ TANG} + 0,017 \text{ FORN}$$

Equação 3 relativa ao **Endividamento de Médio Longo Prazo**:

$$EMLP = 60,67 + 56,255 \text{ REP} - 1,116 \text{ REND} - 57,961 \text{ DIM} + 27,377 \text{ TANG} + 0,028 \text{ FORN}$$

## A Estrutura de Capital das Micro, Pequenas e Médias Empresas em Portugal

Apresenta-se assim um quadro resumo dos sinais verificados versus esperados das variáveis independentes:

Variáveis Independentes	Formula de Cálculo	Sinal Esperado	EG	ECP	EMLP
			SINAL VERIFICADO		
Reputação (REP)	$\log(\text{ano de 2020} - \text{ano da constituição})$	+	+	+	+
Rendibilidade (REND)	$\frac{EBITDA}{\text{Total do Ativo}}$	-	-	-	-
Dimensão (DIM)	$\log(\text{total do ativo})$	+	-	-	-
Tangibilidade (TANG)	$\frac{\text{Ativo Não Corrente}}{\text{Total do Ativo}}$	+	+	+	+
Fornecedores (FORN)		+	+	+	+

Ilustração 23 – Sinais esperados / verificados das variáveis independentes

Elaboração própria – Fonte: IBM SPSS 27

Correlações - Endividamento Geral						
	Endividamento Geral	reputação	Rendibilidade	Dimensão	Tangibilidade	Fornecedores
Endividamento Geral	1,000					
reputação	-0,001	1,000				
Rendibilidade	-0,387	0,009	1,000			
Dimensão	-0,032	0,391	0,048	1,000		
Tangibilidade	-0,004	0,039	0,007	0,243	1,000	
Fornecedores	-0,001	0,112	0,002	0,286	-0,004	1,000

Correlações - Endividamento de Curto Prazo						
	Endividamento de curto prazo	reputação	Rendibilidade	Dimensão	Tangibilidade	Fornecedores
ECP	1,000					
reputação	-0,002	1,000				
Rendibilidade	-0,430	0,009	1,000			
Dimensão	-0,026	0,391	0,048	1,000		
Tangibilidade	-0,004	0,039	0,007	0,243	1,000	
Fornecedores	-0,001	0,112	0,002	0,286	-0,004	1,000

Correlações - Endividamento de Médio Longo Prazo						
	Endividamento de Médio Longo Prazo	reputação	Rendibilidade	Dimensão	Tangibilidade	Fornecedores
EMLP	1,000					
reputação	0,002	1,000				
Rendibilidade	-0,079	0,009	1,000			
Dimensão	-0,025	0,391	0,048	1,000		
Tangibilidade	-0,002	0,039	0,007	0,243	1,000	
Fornecedores	-0,001	0,112	0,002	0,286	-0,004	1,000

Ilustração 24 – Matriz de Correlação de *Pearson* para as variáveis independentes

Elaboração própria – Fonte: IBM SPSS 27

Estatística Descritiva			
	Média	Erro Desvio	N
Endividamento Geral	24,95109	4315,596000	362183
Endividamento Curto Prazo	16,02554	3546,267523	362183
Endividamento Médio Longo Prazo	8,92555	1834,432910	362183
reputação	0,96649	0,434368	362183
Rendibilidade	-1,16289	128,006410	362183
Dimensão	2,02309	0,912520	362183
Tangibilidade	0,28412	0,316560	362183
Fornecedores	74,62228	398,654668	362183

Ilustração 25 – Média e Desvio Padrão das variáveis dependentes e independentes

Elaboração própria – Fonte: IBM SPSS 27

Resumo do modelo <sup>b</sup>					
Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
1	,397 <sup>a</sup>	,150	,150	3979,070547	2,000
a. Preditores: (Constante), Fornecedores, Rendibilidade, Tangibilidade, reputação, Dimensão					
b. Variável Dependente: <u>Endividamento Geral</u>					

Resumo do modelo <sup>b</sup>					
Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
1	,430 <sup>a</sup>	,185	,185	3201,858254	2,000
a. Preditores: (Constante), Fornecedores, Rendibilidade, Tangibilidade, reputação, Dimensão					
b. Variável Dependente: <u>Endividamento de curto prazo</u>					

Resumo do modelo <sup>b</sup>					
Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
1	,093 <sup>a</sup>	,007	,007	1828,121486	2,000
a. Preditores: (Constante), Fornecedores, Rendibilidade, Tangibilidade, reputação, Dimensão					
b. Variável Dependente: <u>Endividamento de Médio Longo Prazo</u>					

Ilustração 26 – Grau de Determinação do Modelo

Fonte: IBM SPSS 27

ANOVA <sup>a</sup>						
Modelo		Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1	Regressão	1,011E+12	5	2,022E+11	12771,574	,000 <sup>b</sup>
	Resíduo	5,734E+12	362177	15833002,42		
	Total	6,745E+12	362182			

a. Variável Dependente: Endividamento Geral

b. Preditores: (Constante), Fornecedores, Rentabilidade, Tangibilidade, reputação, Dimensão

ANOVA <sup>a</sup>						
Modelo		Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1	Regressão	8,416E+11	5	1,683E+11	16416,812	,000 <sup>b</sup>
	Resíduo	3,713E+12	362177	10252543,05		
	Total	4,555E+12	362182			

a. Variável Dependente: Endividamento de curto prazo

b. Preditores: (Constante), Fornecedores, Rentabilidade, Tangibilidade, reputação, Dimensão

ANOVA <sup>a</sup>						
Modelo		Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1	Regressão	838886082	5	167777216	502,024	,000 <sup>b</sup>
	Resíduo	1,210E+12	362177	3342028,168		
	Total	1,210E+12	362182			

a. Variável Dependente: Endividamento de Médio Longo Prazo

b. Preditores: (Constante), Fornecedores, Rentabilidade, Tangibilidade, reputação, Dimensão

Ilustração 27 – Valor Estatístico do Modelo

Fonte: IBM SPSS 27

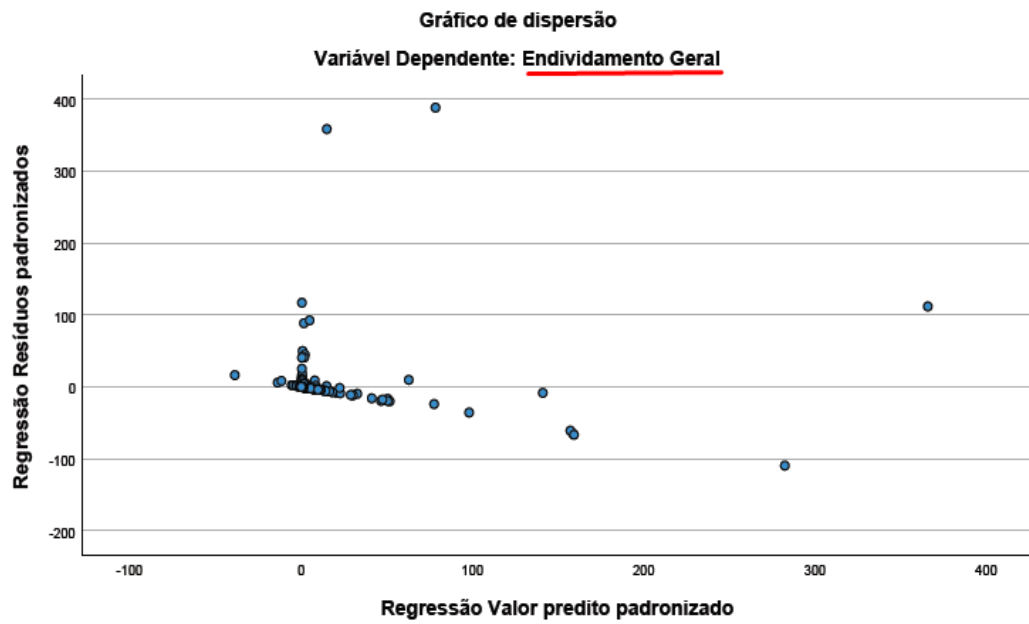


Ilustração 28 – Gráfico de Dispersão – Endividamento Geral

Fonte: IBM SPSS 27

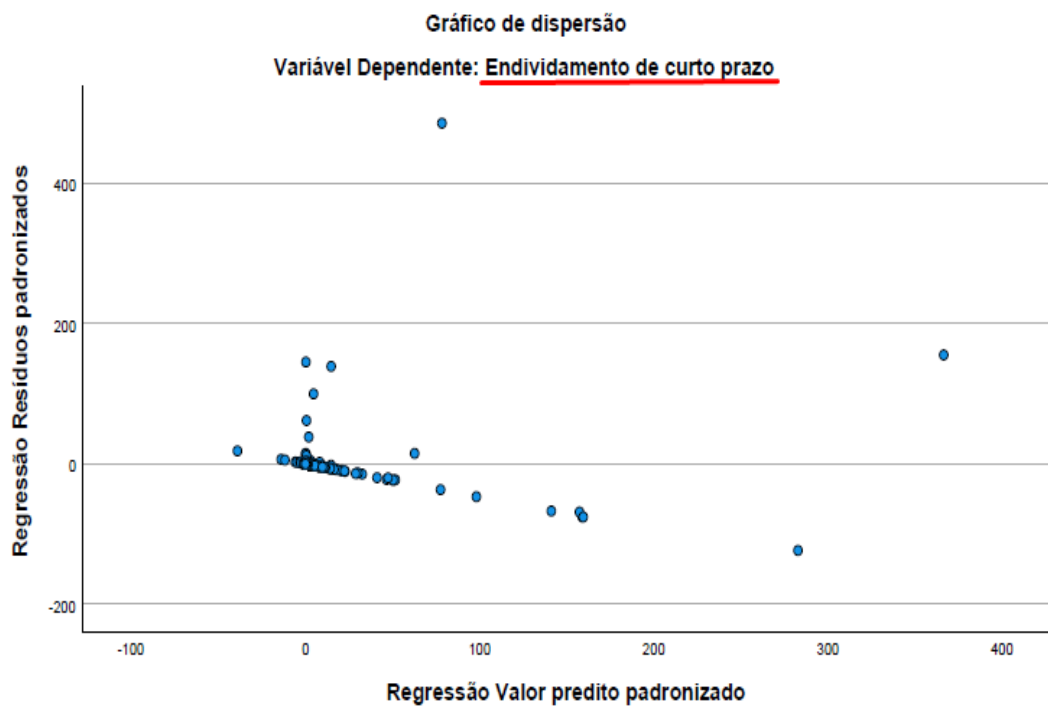


Ilustração 29 – Gráfico de Dispersão – Endividamento de Curto Prazo

Fonte: IBM SPSS 27

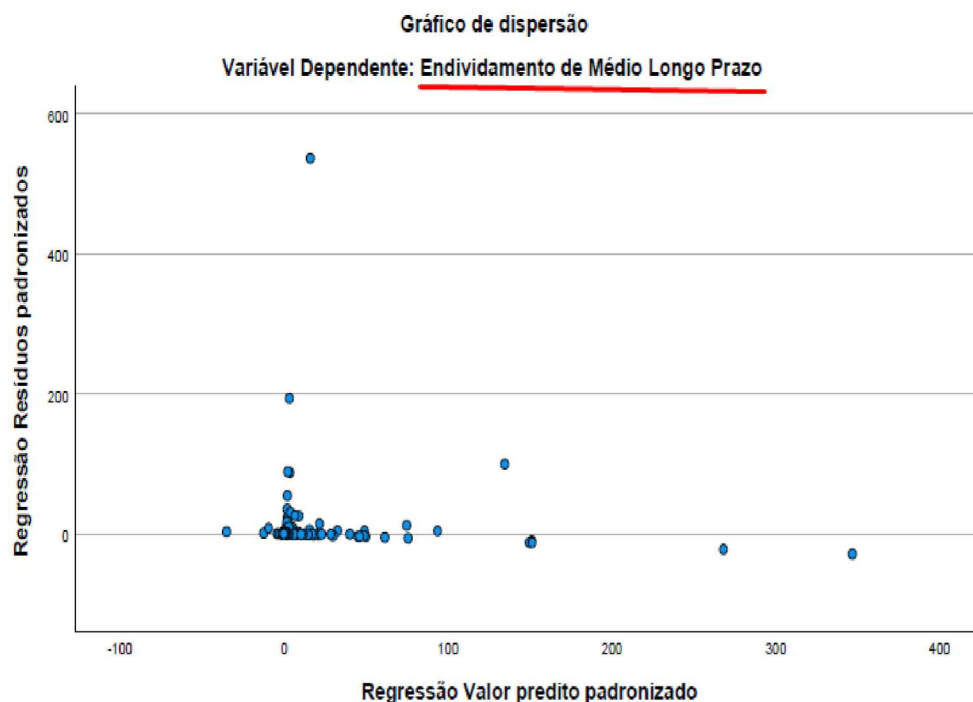


Ilustração 30 – Gráfico de Dispersão – Endividamento Médio Longo Prazo

Fonte: IBM SPSS 27

#### 5.4.- Discussão dos Resultados

**Hipótese H1** – O Endividamento aumenta à medida que a Reputação (REP) aumenta – afirmava-se então que o sinal esperado da variável independente REP seria o positivo. Testada esta hipótese no IBM SPSS 27 os dados apresentados mostram que:

- Quer no Endividamento Geral, quer no de Curto Prazo, quer ainda no de Médio Longo Prazo confirma-se que estes também aumentam quando a Reputação aumenta. De destacar que esta variável independente é a que tem maior peso na equação linear obtida:

Reputação	94,791	Reputação	38,536	Reputação	56,255
-----------	--------	-----------	--------	-----------	--------

A Reputação é, como já se referiu anteriormente, o número de anos de existência da empresa desde a sua constituição; para além disso caracteriza-se como sendo um problema de incentivo entre empresas mutuárias e emprestadores.

O principal resultado é que estes problemas de incentivo podem ser mais duros para as empresas mutuárias com registos muito curtos e tornar-se menos severo para as empresas mutuárias com registos mais longos. A reputação centra-se então no efeito benéfico de um longo horizonte (Diamond, 1989).

As empresas mais antigas têm mais visibilidade no mercado, a sua posição competitiva é mais estável, e criam/divulgam informação que reduz os problemas de assimetria para investidores externos.

Por conseguinte, as empresas mais antigas têm uma probabilidade de falência menor do que empresas mais jovens (D'Amato, 2019). O resultado apresentado nesta hipótese é confirmado pela investigação deste autor.

No entanto, existem estudos que sugerem uma relação inversa entre a idade da empresa e o endividamento porque as empresas mais antigas tiveram tempo para acumular fundos e, por conseguinte, têm um decréscimo na necessidade de recursos externos (endividamento) (D'Amato, 2019). Não é esta a evidência dos resultados desta investigação.

A Reputação pode ser um determinante importante das decisões de EC, dado que as empresas nas fases posteriores do seu ciclo de vida têm condições mais vantajosas na obtenção de dívidas do que as empresas jovens.

Quanto mais velha for a empresa (e quanto maior for a sua reputação), menor será o custo da dívida, desde que os credores acreditem que a empresa não levará a cabo projetos que impliquem a substituição de ativos. A partir daqui, pode concluir-se que quanto mais velha é a empresa, maior é a sua reputação, o que pode implicar menores problemas de agência, permitindo um acesso mais fácil ao endividamento. Por conseguinte, espera-se uma relação positiva entre a Reputação (idade) e o endividamento (Serrasqueiro & Caetano, 2015).

**Hipótese H2** - O Endividamento diminui à medida que aumenta a Rendibilidade (REND) – de acordo com o apresentado anteriormente esperava-se sinal negativo desta variável independente. Veio a confirmar-se que nas três vertentes diferentes do Endividamento (Geral, de Curto Prazo e de Médio Longo Prazo) a hipótese corresponde ao teste, confirmando-se então que o endividamento diminui com o aumento da rendibilidade das MPME's.

Com uma diminuição do endividamento provocado pelos lucros gerados e não distribuídos na empresa (rendibilidade), estas mostraram conseqüentemente uma redução do rácio dívida/CP. O desempenho (resultado/rendibilidade) é um fenómeno ambíguo e pode ser medido e interpretado de diferentes maneiras: para uns é uma utilização eficiente dos recursos; para outros os indicadores de desempenho consistem nos lucros das empresas, nos lucros socioeconómicos globais, o desenvolvimento, a criação de emprego (Batra & Kalia, 2016).

As empresas que são rentáveis e geram rendibilidade (lucros elevados) vão utilizar menos capital da dívida em comparação com o CP, do que as empresas que não geram lucros elevados.

A rendibilidade é significativa para explicar variações do comportamento da dívida. Quanto mais elevada for a proporção de CP menor a necessidade de financiamento externo e, conseqüentemente, maior a rendibilidade (Batra & Kalia, 2016).

A rendibilidade refere-se ao potencial de um investimento ser financeiramente bem-sucedido. O resultado (rendibilidade) da empresa é fulcral não só para julgar o desempenho e a eficiência de qualquer empresa, mas também um factor determinante do crescimento e da saúde de qualquer economia.

O lucro empresarial (outro termo aplicado à rendibilidade) representa o rendimento de uma empresa, que é um dos parâmetros mais importantes considerado pelos potenciais investidores antes de investir numa empresa. Se os lucros de uma empresa estão a crescer enquanto os lucros globais da indústria estão em declínio, é um sinal da força dessa empresa. A relação entre a estrutura de endividamento da empresa e a rendibilidade, indicam que existe uma relação positiva entre elas (Batra & Kalia, 2016), confirmando assim o resultado ao teste efetuado.

As empresas mais rentáveis divulgam mais informação a justificar os seus lucros (Majumder, Akter, & Begum, 2019).

Quando as empresas incorrem em perdas são suscetíveis de atrasar o anúncio das mesmas, solicitando inclusive ao auditor para agendar o início da auditoria mais tarde do que habitual. Apesar disso, os auditores podem proceder de forma mais cautelosa se consideram que os ganhos negativos relatados aumentariam a probabilidade de falha financeira ou de fraude de gestão mais tarde.

Relatórios de perdas podem também estar associadas a risco de angústia, o que pode levar os auditores a realizar testes mais substantivos (Habib et al., 2018).

A variável Rendibilidade (REND) permite aferir quanto à dependência das empresas em relação ao endividamento, esperando-se uma relação negativa entre as variáveis, uma vez que, segundo a TPO, quanto maior a rendibilidade da empresa, maior será a sua capacidade de autofinanciamento, e, por conseguinte, menor a necessidade de endividamento externo (Vieira & Novo, 2010).

Os resultados obtidos mostram a existência de relações negativas entre rendibilidade e endividamento, sugerindo que as MPME's seguem a TPO nas suas decisões de EC (Serrasqueiro & Caetano, 2015).

Confirmando a TPO, verifica-se que o efeito do endividamento está negativamente relacionado com a rentabilidade, ou seja, utilizam a acumulação interna em primeiro lugar para as necessidades de expansão (Mishra, 2011).

Caso o resultado ao teste fosse positivo contrariando a perspetiva inicial (o que não se verifica) apoiaria então a TTO. Nesse caso, a rendibilidade teria efeitos positivos estatisticamente significativos na EC, indicando que as empresas mais rentáveis preferiam o financiamento externo ao financiamento interno.

No entanto, depende da expectativa do acionista sobre os dividendos, porque, se o acionista espera uma gestão de dividendos regular e superior, precisa de procurar uma fonte externa de financiamento para a expansão (Rahman, 2019).

**Hipótese H3** - O Endividamento aumenta à medida que a Dimensão (DIM) aumenta – na formulação desta hipótese foi afirmado que haveria uma relação positiva entre a variável independente Dimensão e o Endividamento. Após teste efetuado através de regressão, verificou-se que os dados obtidos através da equação linear não vão nesse sentido e apresentam, em todos os tipos de Endividamento (Geral, de Curto Prazo e de Médio Longo Prazo) um sinal negativo. Com estes resultados não se confirma a hipótese inicial e verifica-se, contrariamente ao esperado, que o Endividamento diminui à medida que a Dimensão (DIM) aumenta.

Também esta variável independente DIM tem um elevado peso explicativo da variável dependente Endividamento, conforme é visível na ilustração 22 na página 63.

Dimensão	-90,268	Dimensão	☒ -32,306	Dimensão	-57,961
----------	---------	----------	-----------	----------	---------

Existem na literatura autores que defendem qualquer uma das situações, isto é, temos autores que verificaram a positividade na relação entre o Endividamento e a Dimensão, como também temos autores que verificaram a negatividade entre as variáveis Endividamento e Dimensão.

As grandes empresas, com elevados ativos, enfrentam baixo risco de falência porque são mais diversificadas, implicando essa diversificação na geração de lucros e fluxos de caixa mais estáveis (Orozco & Vargas, 2018).

Este autor verificou então que existe uma relação negativa entre as variáveis Endividamento e Dimensão uma vez que, baseado na legitimidade organizacional definida pela percepção geral de que as MPME cumprem uma série de regras legais para produzir, trocar bens e serviços e realizar atividades imobiliárias; cumprem de igual modo uma maior transparência sobre a informação e os resultados fornecidos fomentam a confiança e reduz os custos de transação.

Tudo isto contribui para um menor Endividamento provocado pela variável Dimensão (Orozco & Vargas, 2018). Também neste sentido observamos que a Dimensão aumenta a rendibilidade provocando um menor recurso ao Endividamento (Batra & Kalia, 2016). Confirmam que existe uma relação inversa entre o Endividamento e a Dimensão.

A complexidade organizacional é tanto maior quanto a dimensão das empresas. Segmentos empresariais, vendas no estrangeiro, e fusões e aquisições são os três fatores observáveis externamente relacionados com a complexidade das operações das empresas. Um maior número de segmentos de negócio, uma maior proporção de vendas derivadas de operações estrangeiras sinalizam frequentemente uma maior complexidade na operação de uma empresa e, conseqüentemente, uma maior possibilidade de erros materiais (Habib et al., 2018).

As empresas maiores tendam a ter contas mais complicadas e necessitam de melhores sistemas de controlo interno. A emissão de relatório anual destas empresas pode aumentar a incerteza entre os diversos intervenientes e afetar o preço das ações de uma empresa (Habib et al., 2018).

Em sentido contrário, verificando a hipótese inicialmente apresentada e que não foi confirmada pelo teste, a relação positiva entre o Endividamento e a Dimensão é objeto de explicação por Antonio D'Amato (2019); as empresas maiores são menos produtivas, menos rentáveis necessitando de recursos, recorrendo assim a mais endividamento.

Segundo Rahman (2019) os sinais verificados nos testes às hipóteses podem ser negativos e/ou positivos e consoante o sinal verificado assim se relaciona com a TTO ou com a TPO:

	sinal esperado	teoria da estrutura de capital
Reputação (idade)	-	Teoria Pecking Order
	+	Teoria Trade Off
Rendibilidade	-	Teoria Pecking Order
	+	Teoria Trade Off
Dimensão	-	Teoria Pecking Order
	+	Teoria Trade Off
Tangibilidade	-	Teoria Pecking Order
	+	Teoria Trade Off

Ilustração 31 - implicações das teorias nos sinais verificados nas hipóteses

Elaboração própria - Fonte: (Rahman, 2019)

Para além deste, existem outros autores com a mesma perspetiva de associação positiva entre o endividamento e a dimensão da empresa. A literatura fornece resultados inconclusivos e mistos nesse contexto, sendo que o autor refere D.Sundarassen et al., 2016, Dunn e Sainty, 2009, Esa e Anum Mohd Ghazali, 2012, como justificando esta relação positiva. No entanto a empresa quanto mais dimensão ganha mais informação revela, contrastando com a empresa mais jovem, mas a literatura existente também encontra nas de maior dimensão um aumento do conflito entre credores-acionistas sobre o pagamento da dívida (Majumder et al., 2019).

Empresa de propriedade amplamente dispersa, de maior dimensão, enfrenta mais conflitos. Consequentemente, a responsabilização pública torna-se vital para as empresas de grande dimensão porque estas empresas têm mais hipóteses de serem detidas pelo público em geral, tendo que fornecer informação social (Majumder et al., 2019).

Inicialmente foi mencionada uma relação positiva entre a dimensão e o endividamento, que podia ser interpretada de acordo com os pressupostos da TPO. Contrariamente ao esperado, o resultado verificado indica que as MPME's ajustam, relativamente depressa, o seu rácio de endividamento efetivo para o rácio de endividamento ótimo. Este resultado sugere que os custos do desequilíbrio financeiro são superiores aos custos do ajustamento do rácio de endividamento real em direção ao rácio de endividamento ótimo.

Aqui, as MPME parecem adotar um comportamento de financiamento de acordo com as previsões da TTO (Serrasqueiro & Caetano, 2015).

A dimensão tem uma relação positiva estatisticamente significativa com o endividamento, indicando que as empresas de maior crescimento preferem o fundo externo a financiar oportunidades de crescimento que apoiam a TPO. No entanto, as empresas precisam de ser mais cuidadosos ao contraírem empréstimos avultados para financiar a expansão porque, lucros mais elevados levam a um maior risco devido à maior incerteza ligada à expansão (Rahman, 2019).

**Hipótese H4** - O Endividamento aumenta à medida que a Tangibilidade (TANG) aumenta; no teste efetuado veio a verificar-se uma relação positiva entre a variável independente TANG e a variável dependente Endividamento em qualquer uma das três envolventes (Geral, de Curto Prazo e de Médio Longo Prazo) confirmando-se assim a opção inicial; esta variável independente TANG tem uma capacidade explicativa elevada da variável Endividamento, como se pode verificar na ilustração 22, na página 63. As empresas com níveis elevados de ativos tangíveis estão associadas a baixa assimetria de informação; os investidores externos podem facilmente valorizar estes bens. A possibilidade de servirem como garantia adicional no endividamento leva as empresas a negociar custos mais baixos (D'Amato, 2019).

A existência de ativos que possam ser utilizados como garantia aumentam a probabilidade de emissão de dívida, reduzindo significativamente os custos relacionados com a vigilância e controlo desta. É expectável a existência de uma relação positiva entre a composição do ativo e o nível de endividamento, uma vez que quanto maiores forem as garantias oferecidas, menor será a probabilidade de incumprimento (Vieira & Novo, 2010). A tangibilidade também tem sido descrita como palpabilidade ou materialidade. No que diz respeito a valorização a tangibilidade está tipicamente associada a resultados mensuráveis, tais como reduções de custos ou melhorias de serviços (Lyons & Brennan, 2019).

Os ativos tangíveis podem ser utilizados como garantia no caso de falência de uma empresa, protegendo os interesses dos credores. Para além de resolver problemas de custos de falência inerentes à utilização da dívida, os ativos corpóreos também podem ser utilizados para diminuir problemas de agência.

As empresas, com ativos corpóreos valiosos que podem ser utilizados como garantias, têm um acesso mais fácil ao financiamento externo, e têm provavelmente níveis de endividamento mais elevados do que as empresas com baixos níveis de ativos corpóreos. Portanto, na TTO, prevê-se uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o nível de endividamento das empresas (Serrasqueiro & Caetano, 2015). A tangibilidade (TANG) tem uma influência estatisticamente significativa na EC, apoiando a TTO.

Isto significa que o endividamento aumenta se a proporção de ativos tangíveis aumentar, o que se confirma com o teste à hipótese H4. As razões podem ser que a tangibilidade aumenta a capacidade de garantia dos bancos, que levam as empresas a contrair empréstimos com mais facilidade (Mishra, 2011; Rahman, 2019).

**Hipótese H5** - O Endividamento aumenta à medida que os Fornecedores (FORN) aumentam. Fazendo uma leitura aos resultados obtidos constata-se que existe uma relação positiva entre a variável independente FORN e a variável dependente Endividamento (nas três vertentes apresentadas: Geral, de Curto Prazo e de Médio Longo Prazo). Este resultado veio de encontro à expectativa inicial que previa que essa relação positiva se viesse a verificar. A dependência é um dos aspetos mais fundamentais do comprador, neste caso, centrando a importância nas relações com fornecedores. A dependência é vista como um conceito relativo, uma proporção da importância de cada parte em relação à outra (Schwieterman, Miller, Knemeyer, & Croxton, 2020).

Vendo a dependência como um conceito relativo justifica-se na medida em que a dependência de um não é propriedade em si, mas resulta antes de intercâmbios. Para que a dependência se venha a tornar em poder sobre outro deve haver assimetria na relação de troca. Sem assimetria na relação de troca nenhuma organização possui uma vantagem particular de poder sobre outra. A capacidade de influenciar as operações dos fornecedores sugere que os compradores podem não desejar fornecedores de quem se encontrem altamente dependentes. É provável que os compradores pressionem fortemente os fornecedores e fiquem dependentes de tal forma que a criação de valor é tão grave que, em última análise, prejudique os compradores.

A dependência é um elemento chave e, conseqüentemente, pode ser uma importante característica dos fornecedores de uma empresa, devido ao efeito que podem vir a ter sobre a sua necessária capacidade de acesso a recursos (Schwieterman et al., 2020).

## 6.- Conclusões

A análise à EC das MPME está em constante mutação, quer porque as necessidades das MPME vão alterando quer também porque os meios/fontes de financiamento disponíveis vão sendo alterados, substituídos e também porque vão aparecendo novas fontes de financiamento, provocando assim alterações na EC.

As MPME portuguesas estão, em número considerável, na situação de subcapitalização. Com base nos dados obtidos do SABI e da elaboração de quadros alusivos à situação de capitais próprios negativos e, mesmo sendo positivos, não cumprindo o mencionado no Artigo 35º do CSC, verifica-se que mesmo nesta situação o recurso a capitais próprios é reduzido e demonstra o elevado número de empresas que, cumulativamente em pelo menos três anos consecutivos, não altera a sua EC. Estes considerandos permitem afirmar que, com base na investigação efetuada, as MPME em Portugal seguem quer a TPO quer a TTO, conforme mencionado nas hipóteses apresentadas.

Verifica-se que a Rendibilidade e a Dimensão são os principais itens que influenciam o Endividamento das MPME em Portugal, isto é, têm uma grande contribuição/explicação para a diminuição do Endividamento (Geral, de Curto Prazo e de Médio Longo Prazo). Afirmou-se que, quer a Rendibilidade quer a Dimensão, faziam parte das determinantes da estrutura de capitais segundo a TPO.

Não se confirmou a hipótese inicial de que o aumento da dimensão (aqui referida como a variável DIM – Dimensão) contribui para o aumento do endividamento; neste sentido observamos que a Dimensão aumenta a rendibilidade provocando um menor recurso ao Endividamento ao longo dos vários ciclos da vida das MPME. Constatou-se uma realidade contrária e que justifica a diminuição do endividamento com o aumento da variável DIM, havendo assim uma relação negativa verificada entre estas variáveis e não uma relação positiva como inicialmente foi formulada na hipótese H3.

As relações negativas entre rentabilidade e endividamento bem como entre dimensão e endividamento, indicam que as MPME seguem a TPO nas suas decisões de EC, mostrando a importância do financiamento interno para as MPME, particularmente para as mais jovens.

A relação positiva entre reputação e endividamento também pode ser interpretada, de acordo com os pressupostos da TPO, uma vez que a reputação (idade) da empresa pode levar a menos problemas de assimetria de informação, e a menores custos de dívida para as MPME's, permitindo um acesso mais fácil ao endividamento e em condições mais favoráveis para essas empresas. Em geral, os resultados sugerem que as TPO e TTO não se excluem mutuamente na explicação das decisões de EC das MPME's em Portugal.

Para além disso, a variável Reputação confirmou o sinal positivo esperado na H1, verificando-se então que a TTO está presente nas decisões da EC das MPME em Portugal. No que toca à variável Rendibilidade, o sinal negativo confirmado na hipótese H2 elucida-nos quanto à presença da TPO nas decisões da EC das MPME em Portugal. Na variável Dimensão, apesar de se esperar um sinal positivo, veio a confirmar-se um sinal negativo no teste à H3, querendo isto dizer que se esperava a verificação da presença da TTO, mas o que realmente se veio a verificar foi a presença da TPO nas decisões da EC das MPME em Portugal. A variável Tangibilidade confirmou o sinal positivo esperado na H4 verificando-se então que a TTO está presente nas decisões da EC das MPME em Portugal.

Verifica-se que as decisões da EC das MPME em Portugal contemplam quer a TTO quer a TPO.

No que diz respeito a limitações que tive na elaboração da dissertação tenho a referir que o acesso aos dados através do SABI é algo limitado, pois o número de dados que se pode exportar é de reduzida quantidade. Excepcionalmente consegui um maior número de dados, mas mesmo com este alargamento não me permitiu dados sobre algumas variáveis que seriam interessantes analisar. Neste contexto é de observar que estes dados obtidos contemplam apenas referência a um ano económico, não permitindo comparação de algumas variáveis em anos diferentes. A contrário não foi viável inserir uma das variáveis retiradas do SABI (Inventários/Existências) dado que não existem estudos científicos que comprovem a sua relação (positiva e/ou negativa) com o endividamento.

Em investigações futuras seria interessante utilizar dados de vários anos económicos, de empresas de Portugal e de outros Países (por exemplo Espanha com dados disponíveis no SABI) utilizando outras metodologias estatísticas diferentes da utilizada nesta investigação.

## 7.-Referências Bibliográficas

- Abeywardhana, D. K. . (2017). Capital Structure Theory: An Overview. *Accounting and Finance Research*, 6(1).
- Abreu, J. M. C. de. (2014). *Curso de Direito Comercial (Livro)*.
- Abreu, J. M. C. (2013). *Estudos de Direito das Sociedades (Livro)*.
- Alcarva, P. (2017). *O Financiamento Bancário de PME (livro)*.
- Anjos, P. J. S. dos O. (2016). *Aspetos Societários relevantes para a Contabilidade (Sebenta OCC)*.
- Antunes, J. A. E. (2015). *Direito das Sociedades (Livro)*.
- Ardalan, K. (2017). Capital structure theory: Reconsidered. *Research in International Business and Finance*, 39, 696–710. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.010>
- Bajaj, Y., Kashiramka, S., & Singh, S. (2020). Application of capital structure theories: a systematic review. *Journal of Advances in Management Research*.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *THE JOURNAL OF FINANCE*, 57(1).
- Band, D. (1992). why Agency Theory is not enough. *EUROPEAN MANAGEMENT JOURNAL*, 10(4).
- Barbosa, L., & Pinho, P. S. (2016). Estrutura de financiamento das empresas. *Revista de Estudos Económicos*, 2(1), 1–29. Obtido de <https://www.bportugal.pt>
- Barkhatov, V., Pletnev, D., & Campa, A. (2016). Key Success Factors and Barriers for Small Businesses: Comparative Analysis. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 221, 29–38. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.087>
- Batra, R., & Kalia, A. (2016). Rethinking and Redefining the Determinants of Corporate Profitability. *Global Business Review*.
- Beck, T., & Demirguc-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 2931–2943. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.009>

Belas, J., Gavurova, B., & Toth, P. (2018). Impact of Selected Characteristics of SMES on the Capital Structure. *Journal of Business Economics and Management*, 19(4), 592–608. <https://doi.org/10.3846/jbem.2018.6583>

Chaganti, R., DeCarolis, D., & Deeds, D. (1996). Predictors of Capital Structure in Small Ventures. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Volume 20 issue 2, page 7–18.

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, 59–67.

Comissão das Comunidades Europeias. (2003). Recomendação da Comissão de 6 de Maio de 2003 relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas. *Jornal Oficial da Uniao Europeia*, d, 36–41.

Cunat, V. (2007). Trade-credit suppliers as debt collectors and insurance providers. *The Review of Financial Studies*, 20(2).

Cunha, P. O. (2019). *Direito das Sociedades Comerciais (Livro)*.

D'Amato, A. (2019). Capital structure debt maturity and financial crisis\_ empirical evidence from SMEs. *Springer Science+Business Media, LLC, part of Springer Nature*.

Daskalakis, N., & Psillaki, M. (2005). The Determinants of Capital Structure of the SMEs: Evidence from the Greek and the French firms. *XXIInd Symposium on Banking and Monetary Economics, Strasbourg*.

Diamond, D. W. (1989). Reputation acquisition in debt markets.

Diário da Republica. (2015). 1.<sup>a</sup> série — N.º 106 — 2 de junho de 2015, 3470–3493.

Dong, Y., & Men, C. (2014). SME Financing in Emerging Markets: Firm Characteristics, Banking Structure and Institutions. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(1), 120–149. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2015.01.033>

Durand, D. (1952). Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. Em *National Bureau of Economic Research* (pp. 215–262).

European Comission. (2018). *Annual report on european SMEs 2017/2018*. <https://doi.org/10.2873/248745>

Eurostat - Statistics Explained. (2015). Key size class indicators, non-financial business economy, EU-28. Obtido 19 de Janeiro de 2020, de [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Key\\_size\\_class\\_indicators,\\_non-financial\\_business\\_economy,\\_EU-28,\\_2012.png](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Key_size_class_indicators,_non-financial_business_economy,_EU-28,_2012.png)

Eurostat - Statistics Explained. (2019). Glossary:Enterprise. Obtido 19 de Janeiro de 2020, de <https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Enterprise>

Fischer, M. (2017). The source of financing in mergers and acquisitions. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 65, 227–239. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.01.003>

Frank, M. Z., Goyal, V. K., & Shen, T. (2020). The Pecking Order Theory of Capital Structure\_Where Do We Stand. *Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance*.

Gatchev, V. A., Spindt, P. A., & Tarhan, V. (2009). How do firms finance their investments? *Journal of Corporate Finance*, 15(2), 179–195. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.11.001>

Ghasemi, M., & Razak, N. H. A. (2016). The Impact of Liquidity on the Capital Structure: Evidence from Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 8(10).

Gomes, R. (2012). A Estrutura do Capital das Empresas: Teoria ao longo de 50 anos. *Economia & Empresa*, 14, 119–143.

Habib, A., Bhuiyan, M. B. U., Huang, J. H., & Miah, M. S. (2018). Determinants of audit report lag\_a meta analysis. *International Journal of Auditing*.

Hamilton, R. T., & Fox, M. A. (1998). The Financing Preferences of Small Firm Owners. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 4(3), 239–248.

Hernández, J. G., María, R., G., J. G., J., G., & G., H. (2018). *Inventories Control, State Regulations, and the Amplitude Model. Handbook of Research on Promoting Business Process Improvement Through Inventory Control Techniques*. Obtido de <https://www.igi-global.com/chapter/inventories-control-state-regulations-and-the-amplitude-model-tam/198703>

IAS. (2018). Inventories - Indian Accounting Standard. *Indian Accounting Standard*.

INE - Instituto Nacional de Estatística. (2019). *Empresas em Portugal \_2017*.

Informa D&B. (2018). *Barómetro Anual 2018*.

Jahanzeb, A., Saif-Ur-Rehman, Bajuri, N. H., Karami, M., & Ahmadimousaab, A. (2014). Trade-Off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory\_ A Comprehensive Review of Capital Structure Theories. *International Journal of Management and Commerce Innovations*, 1, 11–18.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm Managerial behavior agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.

Karanja, M. G. (2014). the Effect of Capital Structure on Financial Performance of Small and Medium Enterprises in Dairy Sector in Kiambu County, 5(1), 1–52.

Klapper, L. F., Laeven, L., & Rajan, R. (2011). *Trade Credit Contracts* (No. 17146).

Klapper, L. F., Sarria-Allende, V., & Zaidi, R. (2006). *A Firm-Level Analysis of Small and Medium Size Enterprise Financing in Poland* (No. Working Paper 3984). *World Bank Policy Research*.

Klasa, S., Molina, H. O., Serfling, M., & Srinivasan, S. (2017). Protection of trade secrets and capital structure decisions. *Journal of Financial Economics*, (FINEC 2864).

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922.

Landstrom, H. (1993). Agency Theory and Its Application to Small Firms: Evidence from the Swedish Venture Capital Market. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 2(3).

Li, H., Mai, L., Zhang, W., & Tian, X. (2018). Optimizing the Credit Term Decisions in Supply Chain Finance. *Journal of Purchasing and Supply Management*.

Luigi, P., & Sorin, V. (2009). a review of the capital structure theories. *Annals of Faculty of Economics*, 315–320.

Lyons, P., & Brennan, L. (2019). Assessing Value From Business-to-Business Services Relationships\_Temporality Tangibility Temperament and Trade-Offs. *Journal of Service Research*.

Majumder, M. T. H., Akter, X. L. A., & Begum, M. (2019). Corporate attributes and corporate social disclosures\_ a meta analytical review. *International Journal of Law and Management*,.

Martinez, L. B., Scherger, V., & Guercio, M. B. (2018). SMEs capital structure\_ trade-off or pecking order theory\_a systematic review. *Journal of Small Business and Enterprise Development*.

Massaro, M., Handley, K., Bagnoli, C., & Dumay, J. (2016). Knowledge management in small and medium enterprises: a structured literature review. *Journal of Knowledge Management*, 20(2), 258–291. <https://doi.org/10.1108/JKM-08-2015-0320>

Matias, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Are there reliable determinant factors of capital structure decisions? Empirical study of SMEs in different regions of Portugal. *Research in International Business and Finance*, 40, 19–33. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.09.014>

Miglo, A. (2020). The Pecking order, Trade off, Signalling and Market Timing Theories of Capital Structure: A Review. *Munich Personal RePEc Archive*.

Mira, F. S. (2005). How SME Uniqueness Affects Capital Structure. *Small Business Economics*, 25, 447–457.

Mishra, C. S. (2011). *Determinants of Capital Structure – A Study of Manufacturing Sector PSUs in India. International Conference on Financial Management and Economics*.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(N.º 3), 261–297.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(N.º 3), 433–443.

Mostafa, H. T., & Boregowda, S. (2014). A Brief Review of Capital Structure Theories. *Research Journal of Recent Sciences*, 3, 113–118.

Myers, S. C. (1984). *the capital structure puzzle. National Bureau of Economic Research*.

Myers, S. C. (1993). Still Searching for Optimal Capital Structure. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6(1), 4–14. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1993.tb00369.x>

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *corporate financing and investments decisions when firms have information that investors do not have*.

Norton, E. (1990). Similarities and Differences in Small and Large Corporation Beliefs about Capital Structure Policy. *Kluwer Academic Publishers - Small Business Economics*, 2, 229--245.

- Oliveira, I. R. e D. F. (2014). *Código das Sociedades Comerciais (Livro)*.
- Orozco, L. A., & Vargas, J. (2018). Trends on the relationship between board size and financial and reputational corporate performance. *European Journal of Management and Business Economics*.
- Pacheco, L. (2016). Capital structure and internationalization: The case of Portuguese industrial SMEs. *Research in International Business and Finance*, 38, 531–545. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.014>
- Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10, 74–95.
- Rahman, M. T. (2019). Testing trade-off and pecking order theories of capital structure evidence and arguments. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9, 63–70.
- Rodrigues, J. (2016). *Sistema de Normalização Contabilística*.
- Rodríguez-Rodríguez, O. M. (2008). Firms as credit suppliers: an empirical study of Spanish firms. *International Journal of Managerial Finance*, 4(2), 152–173.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- Satish Kumar, S. C. P. R. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2).
- Scherr, F. C., Sugrue, T. F., & Ward, J. B. (1993). Financing the Small Firm Start-Up: Determinants of Debt Use. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 3(1), article 2.
- Schwieterman, M. A., Miller, J., Knemeyer, A. M., & Croxton, K. L. (2020). Do Supply Chain Exemplars Have More or Less Dependent Suppliers. *Journal of Business Logistics*, 41(2), 149–173.
- Scott, J. H. (2012). A Theory of Optimal Capital Structure. *The Bell Journal of Economics*. <https://doi.org/10.2307/3003189>
- Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445–466.

Serrasqueiro, Z., & Nunes, P. M. (2008). Determinants of Capital Structure: Comparison of Empirical Evidence from the Use of Different Estimators. *International Journal of Applied Economics*, 5(1), 14–29.

Silva, F. V. G., Pereira, J. M. E., & Rodrigues, L. L. (2006). *Contabilidade das Sociedades (Livro)*.

Simatupang, H. J., Purwanti, L., & Mardiaty, E. (2019). Determinants of Capital Structures Based on the Pecking Order Theory and Trade-off Theory. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 23, 84–96.

Summers, B., & Wilson, N. (2010). An Empirical Investigation of Trade Credit Demand. *International Journal of the Economics of Business*, 9(2), 257–270.

Tiantian, D., Liu, X., & Sun, W. (2019). The effects of monetary policy on input inventories. *The B.E. Journal of Macroeconomics*.

Vieira, E. S., & Novo, A. J. (2010). Revista de Estudos do ISCA N° 2, *Serie IV*.

Yazdanfar, D., Ohman, P., Lu-Andrews, R., & Albanez, T. (2010). Finance-seeking behaviour and outcomes for small- and medium-sized enterprises, (Unit 07), 1–5.