

**A TEORIA FINANCEIRA NO CONTEXTO DAS PEQUENAS E MÉDIAS
EMPRESAS: O CASO DO SECTOR TÊXTIL E DE VESTUÁRIO EM
PORTUGAL**

por

Luís Miguel Rodrigues Miranda da Rocha

Tese de Mestrado em Ciências Empresariais

Orientada por:

José Fernando Pinto dos Santos

Faculdade de Economia

Universidade do Porto

2000

NOTA BIOGRÁFICA

Luís Miguel Rodrigues Miranda da Rocha nasceu a 2 de Outubro de 1971. Licenciou-se em Gestão, na Faculdade de Economia da Universidade do Porto (FEP), em 1994, com média final de dezasseis valores. Iniciou, de imediato, a actividade profissional, numa empresa do sector têxtil e de vestuário, onde, até 1998, desempenhou funções de direcção, na área do Planeamento e Controlo de Gestão. Em 1997, ingressou na actividade docente, como Assistente Estagiário, na FEP, leccionando a disciplina de Teoria da Contabilidade do curso de Licenciatura em Gestão, situação que, actualmente, se mantém. Ainda em 1997, frequentou a parte escolar do Mestrado em Ciências Empresariais, com especialização em Finanças, concluída com média final de dezasseis valores.

AGRADECIMENTOS

Num trabalho de longa duração, como a elaboração de uma Tese de Mestrado, são várias as Instituições e Pessoas que contribuem para "levar o navio a bom porto". Assim, gostaria de destacar e agradecer a colaboração institucional:

- o do IAPMEI, pelo apoio prestado no âmbito do "Programa Valor P.M.E. - Investigação Aplicada em Finanças";
- o da Faculdade de Economia da Universidade do Porto, "presente" em dez anos da minha vida, marcando, indelevelmente, a minha formação profissional e humana;
- o da Formédia, pela concessão de elementos bibliográficos que se revelaram de grande utilidade.

A nível individual, as minhas palavras de Gratidão e Apreço para:

- o Senhor Engenheiro José Fernando Pinto dos Santos, Orientador desta Dissertação, pelos múltiplos conhecimentos que me transmitiu; pelas valiosas e pertinentes sugestões, em todas as fases por que este trabalho passou; pela constante disponibilidade e pela compreensão face aos sucessivos adiamentos da realização desta Tese;
- o Senhor Professor Doutor Rui Alves, Director do Mestrado em Ciências Empresariais da FEP, de quem tenho recebido tantos ponderados conselhos que me permito sentir como Amizade as suas muitas manifestações de interesse e dedicação;
- o Senhor Professor Doutor Alberto de Castro, pela inestimável ajuda, logo no início, e pelos preciosos comentários que ajudaram a transformar a penúltima versão desta Dissertação na definitiva;
- o Senhor Professor Doutor Francisco Vitorino Martins, pela frutuosa "troca de ideias" sobre o tratamento de dados que efectuei;

- O Mestra Ana Paula Matias Gama, investigadora em área próxima da que constitui objecto deste trabalho, pela amabilidade em facultar diversos elementos bibliográficos;
- O os meus colegas e Amigos, Maria Manuel Pinho, Patrícia Teixeira Lopes, Sandra Marnoto, João Ribeiro, Miguel Soares, Pedro Pinheiro, Pedro Sismeiro e Rui Couto Viana, ora pela cooperação frequente na obtenção de elementos de que necessitei, para este trabalho, ora pelas oportunas considerações e críticas construtivas;
- O a minha Família. Primeiro, para os meus Avós, Leonor e, em particular, Jaime e Manuel, de quem evoco saudosamente a memória, para reconhecer o incentivo e o entusiasmo com que foram sempre acompanhando o meu percurso académico. Depois, para os meus Pais, a quem devo TUDO. Finalmente, para a Susana, com quem partilhei os bons momentos, as dificuldades, as certezas e, sobretudo, as dúvidas que vão, naturalmente, surgindo ao longo do processo de concretização de uma Tese.

Este trabalho é para Vós.

RESUMO DA TESE

Numa economia global, em que é patente a importância das Pequenas e Médias Empresas, uma Teoria Financeira desenvolvida com base nas Grandes Empresas, cotadas em Bolsa de Valores, não é suficiente. É necessária uma subdisciplina que tenha em conta que as Pequenas e Médias Empresas constituem uma realidade diversa, seja pelas suas características internas (costumam ser aplicações não diversificadas dos recursos do proprietário; é frequente a sobreposição entre a propriedade e a gestão; há mútuas influências entre a esfera individual e a esfera empresarial; prosseguem-se múltiplos objectivos, não forçosamente coincidentes com a "tradicional" maximização do lucro; existem limitações, em quantidade e qualidade, do capital humano, ao nível da estrutura de gestão), seja por factores decorrentes da interacção com o meio envolvente, no âmbito dos quais, merecem destaque os custos de transacção, os impostos e, principalmente, a assimetria de informação entre a empresa e qualquer entidade externa, que vem agravar alguns problemas e custos de agência.

Estas diferenças conduzem à adopção de políticas financeiras distintas das Grandes Empresas, ao nível do investimento, da estrutura de capitais (atribuindo-se particular relevância à escassez de capital e às respectivas causas, ora residentes na oferta, ora residentes na procura), da política de dividendos, da gestão do fundo de maneio e da gestão do risco. Paralelamente, desenvolve-se a necessidade de reequacionar os métodos de avaliação ou de análise financeira, em face de Pequenas e Médias Empresas.

O sector têxtil e de vestuário português é o cenário escolhido para ilustrar a aplicabilidade deste "corpo teórico", dada a sua importância na Economia Nacional e das Pequenas e Médias Empresas na sua estrutura. Esta ideia é reforçada pela quase total ausência de empresas deste sector, nos Mercados de Capitais, o que indicia a necessidade de as analisar sob uma perspectiva mais centrada nos relacionamentos com as instituições financeiras e com os fornecedores.

ÍNDICE GERAL

1. INTRODUÇÃO.....	1
2. CONCEITO(S) DE PEQUENA OU MÉDIA EMPRESA	7
3. AS DIFERENTES PREMISSAS DA TEORIA FINANCEIRA NO CONTEXTO DAS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS.....	10
3.1. CARACTERÍSTICAS INTERNAS DA EMPRESA	10
3.1.1. Sobreposição entre propriedade e gestão.....	10
3.1.2. Proprietário versus gestor: o fim dos problemas de agência?.....	11
3.1.3. A impossibilidade de diversificação	14
3.1.4. A sobreposição entre "esfera pessoal" e "esfera empresarial"	15
3.1.5. Objectivos múltiplos	16
3.1.6. O "capital humano" na estrutura de gestão	19
3.2. RELAÇÃO COM O MEIO ENVOLVENTE.....	21
3.2.1. Informação.....	21
3.2.2. Proprietário versus credores (e outros grupos de interesse): o agravamento dos problemas de agência.....	24
3.2.3. "Sinais" e reputação	26
3.2.4. Custos de transacção	28
3.2.5. Custos de falência.....	29
3.2.6. Impostos	30
4. CONSEQUÊNCIAS DAS DIFERENÇAS: POLÍTICAS FINANCEIRAS DAS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS.....	34
4.1. POLÍTICA DE INVESTIMENTO	34
4.2. ESTRUTURA DE CAPITAIS.....	37
4.2.1. Introdução.....	37
4.2.2. Capitais internos versus capitais externos	38
4.2.3. Capitais internos.....	43
4.2.4. Abertura a capitais externos: capitais próprios versus capitais alheios.....	46

4.2.5. <i>Uma análise dinâmica: a "hierarquia de preferências" e o "ciclo de vida" da Pequena ou Média Empresa</i>	71
4.2.6. <i>Resultados de alguns estudos empíricos</i>	75
4.2.7. <i>Uma voz dissonante: a escassez de capital conduz ao sucesso</i>	81
4.3. POLÍTICA DE DIVIDENDOS	82
4.4. GESTÃO FINANCEIRA DE CURTO PRAZO	84
4.4.1. <i>Aspectos gerais</i>	84
4.4.2. <i>Gestão do fundo de maneio</i>	86
4.4.3. <i>O caso específico do crédito comercial</i>	88
4.5. GESTÃO DO RISCO	89
5. CONSEQUÊNCIAS DAS DIFERENÇAS: ANÁLISE E AVALIAÇÃO DAS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS	92
6. ILUSTRAÇÃO: O CASO DO SECTOR TÊXTIL E DE VESTUÁRIO EM PORTUGAL	105
6.1. APRESENTAÇÃO	105
6.2. METODOLOGIA.....	107
6.3. UM SECTOR DE PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS	108
6.4. O SECTOR TÊXTIL E DE VESTUÁRIO PORTUGUÊS NOS MERCADOS DE CAPITAIS	110
6.5. FINANÇAS DE PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS, NO SECTOR TÊXTIL E DE VESTUÁRIO	113
6.5.1. <i>Premissas</i>	113
6.5.2. <i>Consequências</i>	116
7. CONCLUSÃO	134
BIBLIOGRAFIA	139
ANEXOS	152

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1.1. Teoria Financeira: as distintas premissas de análise	3
Tabela 1.2. Consequências nas políticas financeiras	5

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 6-1 - Qualificação profissional dos empresários.....	114
Gráfico 6-2 - Participações das Sociedades de Capital de Risco, por sector (1996)	120
Gráfico 6-3 - Percentagem do valor das emissões de papel comercial, em 1997	123
Gráfico 6-4 - Percentagem do crédito bancário concedido, em 1997	124
Gráfico 6-5 - Estrutura do Activo	125
Gráfico 6-6 - Percentagem do Activo circulante financiada pelos fornecedores.....	131

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 6.1 - O sector têxtil e de vestuário na Economia Nacional.....	105
Quadro 6.2 - Importância do sector têxtil e de vestuário na indústria transformadora.	106
Quadro 6.3 - Número de empresas, em 1993.....	108
Quadro 6.4 - Número de trabalhadores, em 1993.....	108
Quadro 6.5 - Volume de negócios, em 1993	108
Quadro 6.6 - Exportações relativas a 1992	108
Quadro 6.7 - Valor Acrescentado Bruto a preços de mercado (1993).....	109
Quadro 6.8 - Aumentos do Imobilizado Corpóreo, em 1992	109
Quadro 6.9 - Natureza jurídica das sociedades (1995-1997).....	110
Quadro 6.10 - Transacções na Bolsa de Valores de Lisboa, em 1997.....	111
Quadro 6.11 - Bolsa de Londres (1997).....	112
Quadro 6.12 - Qualificação profissional dos trabalhadores.....	114
Quadro 6.13 - Percentagem de empresas que recorreram a serviços externos	115
Quadro 6.14 - Investimento	116
Quadro 6.15 - Montante de investimento em relação às vendas	117
Quadro 6.16 - Expressão do Imobilizado Financeiro no Total do Activo	118
Quadro 6.17 - Financiamento por capitais próprios.....	119
Quadro 6.18 - Subcontratação.....	121
Quadro 6.19 - Estrutura do Passivo corrigido.....	122
Quadro 6.20 - Capitais permanentes e relação com o Activo.....	127
Quadro 6.21 - Indicadores de rendibilidade.....	128
Quadro 6.22 - Remuneração do Passivo	129
Quadro 6.23 - Relação entre os Proveitos Financeiros e os Consumos Intermédios....	131
Quadro 6.24 - Indicadores de actividade	132
Quadro 6.25 - Recurso à cessão financeira de créditos ("factoring").....	133

1. Introdução

As Pequenas e Médias Empresas desempenham um papel determinante na Economia Mundial, constituindo um grande propulsor do seu desenvolvimento. Porém, este género de organizações tem sido, ao longo do tempo, um objecto de estudo secundário da Teoria Financeira, muito mais "vacionada" para a análise das Grandes Empresas.

"... research in the area of business finance has downplayed the effect of firm size on financial behaviour."

Pettit e Singer (1985)

"It is fair to say that the theory of modern corporate finance is not developed with small businesses in mind."

Ang (1991)

Este alheamento da investigação académica, em relação ao universo das Pequenas e Médias Empresas (cujos contornos se procurarão definir, no Capítulo "2. Conceito(s) de Pequena ou Média Empresa"), decorre, em larga medida, da insuficiente disponibilidade de dados, resultante da pouca ou nenhuma informação divulgada por estas organizações. Não obstante, nos últimos anos, a Teoria Financeira foi quase "obrigada" a enveredar, de forma mais consistente e sistemática, pela investigação no domínio das Pequenas e Médias Empresas, como consequência da conjugação de uma série de factores, dos quais se realçam:

- o o reconhecimento da importância das Pequenas e Médias Empresas por parte dos Governos, com o inerente desenvolvimento de instrumentos de política económica claramente vocacionados para o apoio a estas estruturas empresariais (saliente-se, por exemplo, a filosofia do "novo" Programa Operacional da Economia, em Portugal);
- o o papel determinante das Pequenas e Médias Empresas, quer nos Estados Unidos (na manutenção de um crescimento económico sustentado), quer numa Europa de Leste em recuperação e em transição para um novo sistema

de organização da Economia, no período posterior à queda do Muro de Berlim;

- o o êxito de algumas destas empresas na área da informática, das telecomunicações e de outras "tecnologias de ponta" - *Microsoft, Amazon, Yahoo*, entre outras, são histórias de sucesso que, de uma forma quase instantânea, assaltam a nossa memória recente;
- o o destaque (muito mediático) dos "novos mercados" de capitais, nomeadamente no *North American Securities Dealers Automated Quotation* (NASDAQ).

Neste contexto, de há cerca de uma década para cá, começaram a surgir estudos de carácter científico, constituintes de um novo "conjunto de conceitos", que se vai consubstanciando como uma subdisciplina da Teoria Financeira¹, conduzindo, assim, a uma distinção entre Finanças Empresariais (*Corporate Finance*) e Finanças de Pequenas e Médias Empresas (*Small Business Finance*). O objectivo deste trabalho é, então, mostrar quais são as razões para esta distinção e quais os seus efeitos.

Tendo em vista o fim proposto, a primeira preocupação vai no sentido de esclarecer as diferentes premissas de que a Teoria Financeira deve partir, consoante se dirija a Grandes Empresas ou a Pequenas e Médias Empresas. Essa explicitação é efectuada, de forma sintética, na Tabela 1-1, respeitando uma segmentação entre as características internas da empresa e o seu relacionamento com o meio envolvente.

¹ Apesar do esforço de reputados investigadores, é consensual referir a "juventude" destes estudos e, por isso, admitir a existência de um longo caminho de investigação a percorrer.

Tabela 1-1 - TEORIA FINANCEIRA: AS DISTINTAS PREMISSAS DE ANÁLISE

<u>GRANDES EMPRESAS</u>	<u>PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS</u>
<u>Interior da Empresa:</u> - o Distinção clara entre propriedade (accionistas) e gestão - preocupação com problemas e custos de agência entre proprietário e gestor - o Os accionistas possuem carteiras diversificadas (pressuposto de base do Modelo de Avaliação de Activos Financeiros) - o Existe responsabilidade limitada efectiva - o Pouco interesse sobre o que se passa no interior da empresa: – o objectivo da empresa é a maximização do lucro – esperam-se "comportamentos racionais", tendo em conta o objectivo citado (os modelos teóricos abandonam as questões ligadas à emoção) – apenas algumas subteorias (não dominantes) atribuem importância às características pessoais dos decisores – equipa de gestão completa (abarca todas as competências necessárias) <u>Relação com a "envolvente":</u> - o Pressuposto de informação perfeita (em diferentes acepções) sustenta a eficiência dos mercados - o Custos de transacção e de falência como "obstáculos superáveis" ou condicionantes - o Preocupação com problemas e custos de agência entre accionistas e credores - o Muita relevância da informação e dos sinais passados para o mercado - o Reputação é objectiva (<i>rating</i>) - o Influência da fiscalidade: • Impostos sobre o rendimento da empresa condicionam as decisões • Impostos sobre o rendimento pessoal dos gestores são irrelevantes • Impostos sobre a transmissão do património não são importantes	<u>Interior da Empresa:</u> - o Sobreposição entre propriedade e gestão - reformulação dos problemas e custos de agência entre proprietário e gestor - o Os accionistas / sócios não diversificam (empresa como aplicação quase exclusiva do capital) - o A responsabilidade limitada é inexistente ou "virtual" - o Os "factores internos", dada a sua elevada importância, não podem ser ignorados: – objectivos necessariamente múltiplos e de natureza diversa da maximização do lucro – racionalidade limitada - primeira diferença: entre o que se deve fazer (comportamento racional, em face do objectivo) e o que se pretende fazer; segunda diferença: entre o que se pretende e o que se é capaz de fazer. Importância da emoção, nomeadamente em empresas familiares – relevância dos pontos fortes e pontos fracos que caracterizam a equipa de gestão e os colaboradores – equipa de gestão incompleta (muitas vezes, precisamente na área financeira) <u>Relação com a "envolvente":</u> - o Forte assimetria de informação entre a empresa e os grupos de interesse (credores, trabalhadores, clientes) - o Custos de transacção e de falência podem constituir "obstáculos insuperáveis", sobretudo quando são fixos. Repercussão dos custos indirectos da falência na reputação e no património pessoal - o Problemas e custos de agência entre proprietários e grupos externos (particularmente os credores) colocam-se com ainda maior acuidade - o Não é atribuído grande relevo à informação passada para o mercado - o Reputação é (principalmente) subjectiva - o Influência da fiscalidade: • Impostos sobre o rendimento da empresa assumem menor significado (taxas mais baixas, maior possibilidade de "evasão") • Impostos sobre o rendimento pessoal do(s) proprietário(s)-gestor(es) têm grande influência sobre as decisões da empresa • Impostos sobre a transmissão do património são condicionantes

O desenvolvimento dos tópicos enumerados na Tabela 1-1 constitui o Capítulo "3. As diferentes premissas da Teoria Financeira no contexto das Pequenas e Médias Empresas".

A Teoria Financeira tem, assim, pontos de partida não coincidentes, conforme pretende estudar Grandes Empresas ou Pequenas e Médias Empresas. As consequências deste facto manifestam-se a dois níveis:

- o em primeiro lugar, e como se procura ilustrar, em jeito de síntese, na Tabela 1-2, vão conduzir à adopção de políticas financeiras distintas, em áreas como o investimento, a estrutura de capitais, os dividendos, a gestão do fundo de maneio ou a gestão do risco. O aprofundamento destes temas será feito no Capítulo "4. Consequências das diferenças: políticas financeiras das Pequenas e Médias Empresas";
- o em segundo lugar, torna-se necessário reequacionar os processos de avaliação e de análise financeira utilizados em Grandes Empresas, no âmbito das "Finanças Empresariais", quando se pretende fazer a sua aplicação às Pequenas e Médias Empresas. Este assunto será desenvolvido no Capítulo "5. Consequências das diferenças: análise e avaliação das Pequenas e Médias Empresas".

Tabela 1.2 - CONSEQUÊNCIAS NAS POLÍTICAS FINANCEIRAS

<u>GRANDES EMPRESAS</u>	<u>PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS</u>
A) Política de investimento - o Regra do valor acrescentado líquido positivo, para a aceitação de projectos de investimento - o Autonomia entre diferentes projectos de investimento - o Independência da forma de financiamento B) Estrutura de capitais - o Definida pela empresa (pela "procura", uma vez que a "oferta" está garantida) - o Objectivo: estrutura óptima de capitais - o Linhas de desenvolvimento: – Modelo de Modigliani e Miller e trabalhos subsequentes – Teoria da Agência – Hierarquia de preferências (<i>Pecking Order Theory</i>) como excepção - o Ponto fulcral: fundos obtidos no mercado de capitais (em que há substituíbilidade perfeita entre capitais próprios e alheios) C) Política de dividendos - o Tema polémico: da irrelevância à "Teoria dos Sinais" D) Gestão financeira de curto prazo - o É objecto de muito pouca atenção (os problemas de liquidez não se chegam a colocar, em função dos pressupostos assumidos) E) Gestão do risco - o Políticas activas - o Só o risco sistemático é relevante	A) Política de investimento - o Critérios subjectivos na aceitação de projectos de investimento - o Interdependência entre projectos (por exemplo, pode ser importante diversificar) - o Dependência da disponibilidade e da forma de financiamento B) Estrutura de capitais - o Definida pela empresa ("procura"), mas condicionada pelas restrições impostas por investidores ou financiadores ("oferta") - o Objectivo: estudo das condicionantes da oferta e da procura de fundos - o Linhas de desenvolvimento: – Obstáculos à obtenção de capitais externos (importância do autofinanciamento); identificação de formas de superar estas barreiras – Evolução num "ciclo de vida" dá origem a diferentes modos de financiamento – Hierarquia de preferências (<i>Pecking Order Theory</i>) encontra um campo privilegiado - o Ponto fulcral: fundos obtidos junto de intermediários financeiros C) Política de dividendos - o Irrelevante ou inexistente, dada a importância do autofinanciamento e o diferente posicionamento perante o "factor fiscal" D) Gestão financeira de curto prazo - o Problemas de liquidez são determinantes - os instrumentos de gestão financeira de curto prazo podem ganhar características estruturantes (por exemplo, dependência do crédito de fornecedores para sobreviver) E) Gestão do risco - o Políticas passivas - o Necessidade de considerar factores de risco não sistemático

A Dissertação prossegue, no sexto capítulo, com uma ilustração da aplicabilidade dos conceitos que integram as "Finanças de Pequenas e Médias Empresas" à Economia Portuguesa. Para tal, foi seleccionado um sector:

- o que não tem empresas cotadas no mercado accionista principal, sendo certo que foram "desperdiçadas" oportunidades de reforço dos capitais próprios, em épocas de elevado crescimento das cotações;
- o onde é muitíssimo reduzido o número de empresas que actua nos mercados obrigacionistas e similares;
- o em que o recurso ao mercado dos produtos financeiros derivados é ainda pouco comum, quer ao nível de produtos destinados à minimização de riscos de taxa de juro e risco cambial (neste último caso, a situação é tanto mais surpreendente, dada a vocação fortemente exportadora), quer no que diz respeito à compra a prazo de mercadorias;
- o que é objecto de certa desconfiança por parte das instituições financeiras, conducente, segundo os empresários, à recusa de financiamento ou à obtenção de piores condições.

O cenário descrito diz respeito ao sector têxtil e de vestuário (um conjunto heterogéneo, mas tradicionalmente analisado de forma agrupada), cuja escolha foi profundamente influenciada não só pelo grande relevo que tem na Economia Nacional (cf. 6.1. Apresentação), mas também pela representatividade que nele é patenteada pelas Pequenas e Médias Empresas.

2. Conceito(s) de Pequena ou Média Empresa

As tentativas de definição de Pequena ou Média Empresa, sobretudo quando têm um carácter oficial, costumam passar pelo estabelecimento de escalões relativos a determinados indicadores, tais como o volume de negócios ou o número de trabalhadores. Assim, a título de curiosidade, refira-se que:

- o nos Estados Unidos da América, o "Small Business Administration" define uma Pequena ou Média Empresa, em termos gerais, como uma organização que não domina o sector de actividade onde actua e que é propriedade de um número restrito de sócios ou accionistas. Posteriormente, estabelecem-se critérios mais específicos, consoante o sector de actividade:
 - o no âmbito dos grossistas, são Pequenas e Médias Empresas aquelas que têm um número máximo de 100 trabalhadores;
 - o no domínio da indústria, são Pequenas e Médias Empresas as que possuem um número de trabalhadores inferior a 1500;
 - o na área dos retalhistas, são Pequenas e Médias Empresas todas as que registam um volume de negócios inferior a 5 milhões de dólares;
 - o entre as empresas de serviços, são Pequenas e Médias Empresas aquelas que efectuam um volume de negócios inferior a 21,5 milhões de dólares.
- o na União Europeia, segundo a Recomendação da Comissão 96/280/CE, é considerada Pequena ou Média, uma empresa que, cumulativamente:
 - o empregue menos de 250 trabalhadores;
 - o não ultrapasse cerca de 8 milhões de contos de volume de negócios ou 5,4 milhões de contos de resultado líquido;

- o cumpra um critério de independência (os direitos de voto não podem ser propriedade, em mais de 25%, de uma empresa ou conjunto de empresas que não sejam classificadas como Pequenas e Médias Empresas)².
- o em Portugal, é adoptada a definição *supra*, emanada da União Europeia, para efeitos de candidatura e avaliação de projectos comparticipados por fundos estruturais. Contudo, para todos os restantes aspectos (incluindo os estatísticos), é classificada como Pequena ou Média, qualquer empresa que preencha na totalidade os seguintes requisitos:
 - o empregue até 500 trabalhadores;
 - o não exceda os 2,4 milhões de contos de volume de negócios;
 - o não detenha mais de metade de outra empresa, nem seja detida por uma sociedade, em percentagem superior a 50%, a não ser que, tomadas em conjunto, não sejam ultrapassados os limites acima estabelecidos.

Do exposto, resulta evidente que, independentemente de se considerar o número de empregados, o volume de negócios, o total do activo ou a estrutura da propriedade, a tarefa de definir uma Pequena ou Média Empresa, em termos quantitativos, não é, de todo, objectiva. Na verdade, mesmo que fosse possível ultrapassar as diferenças de definição de país para país (consequência de realidades económicas distintas), outro tipo de problemas surgiria, já não a nível nacional, mas antes a nível sectorial: há empresas que podem ter uma dimensão considerável, num determinado sector de actividade (por exemplo, a restauração) e que não têm qualquer relevância, quando inseridas num quadro em que também participam empresas de metalurgia ou de produção de cimento. Paralelamente, este tipo de segmentação das empresas, com base em intervalos de valor, levanta questões complicadas: uma empresa com X trabalhadores é uma Grande Empresa; uma outra, com $X-1$ trabalhadores já é uma Pequena ou Média Empresa...

² Existem algumas excepções a este critério. Para uma análise mais completa desta definição, pode ser consultado o seguinte endereço URL: <http://www.iapmei.pt>.

Em face destes problemas e tendo a noção que:

- o algumas Grandes Empresas (por exemplo, certas empresas familiares de elevada dimensão) estarão, também, a ser retratadas, dada a eventual proximidade das suas características financeiras em relação às das Pequenas e Médias Empresas;
- o algumas Pequenas e Médias Empresas, não obstante respeitarem os "limites" quantitativos, já estarão mais próximas das Grandes Empresas cotadas em Bolsa de Valores, como consequência, por exemplo, da actuação em determinados sectores de actividade que, actualmente, devido às suas especificidades, beneficiam de uma maior facilidade de acesso aos mercados de subscrição pública de primeira linha;

aqueles limites são encarados, neste trabalho, com alguma flexibilidade.

3. As diferentes premissas da Teoria Financeira no contexto das Pequenas e Médias Empresas

3.1. Características internas da empresa

"Owners of small private corporations have great financial freedom. They can lease assets to the business, put family members on the payroll, and award themselves lavish perks. And they don't have to maximize the market value of their stock. They can put the long-term health of the business ahead of short-term earnings growth, and they can be as conservative or as daring about borrowing as they wish."

Levin e Travis (1987)

3.1.1. Sobreposição entre propriedade e gestão

Na esteira de Fama e Jensen (1983), autores que se dedicaram à investigação no domínio das Pequenas e Médias Empresas, tais como Pettit e Singer (1985), Ang (1991, 1992), McMahon e Stanger (1995), LeCornu *et al.* (1996), são unânimes em considerar que as Finanças Empresariais assentam muitas das suas premissas na separação entre propriedade e gestão, típica das Grandes Empresas, cotadas em Bolsa de Valores. Acontece que, nas Pequenas e Médias Empresas, é frequente a sobreposição dos dois conceitos, dando origem à existência de um proprietário-gestor, ou, em linguagem mais trivial, à figura do "patrão".

Mesmo na eventualidade de haver vários proprietários - uns que acumulam essa qualidade com funções de gestão e outros que reduzem a sua intervenção à simples participação de capital - a verdade é que, seja pelo reduzido número de pessoas envolvido, seja pela existência de ligações diversas (familiares, de amizade, profissionais), é criado todo um "ambiente" caracterizado por uma muito maior informalidade e proximidade entre a propriedade e a gestão da empresa, o que contrasta, com aquilo que se observa nas Grandes Empresas.

O Caso Particular das Empresas Familiares

"Mas, embora proprietárias, as famílias estudadas caracterizam-se, não tanto pelo usufruto passivo de rendimentos ou pelo investimento de capitais próprios em negócios de terceiros, mas sobretudo por se envolverem directamente na direcção do empreendimento e na actividade da organização que possuem. Muitas vezes foi mobilizado para a fundação da empresa um pequeno património familiar, mas a maior parte dos capitais são obtidos por empréstimos bancários ou financiamentos de outros tipos. A propriedade da empresa representa principalmente uma condição de possibilidade para dirigir um empreendimento que se fundou, se herdou ou se comprou."

(Guerreiro, 1994)

As empresas familiares constituem um caso particular no domínio das Pequenas e Médias Empresas, quando se pretende estudar a ligação (sobreposição?) entre propriedade e gestão. Com efeito, conforme é explicado por Guerreiro (1994), em muitos casos, deter a propriedade de uma empresa significa que essa instituição emprega uma boa parte dos elementos da família. Assim, não admira que:

- o Cortês *et al.* (1999) apontem estas organizações como sendo das mais renitentes à abertura a capitais externos, facto cujas consequências serão analisadas posteriormente (cf. 4.2. Estrutura de capitais);
- o Ang (1991, 1992) alerte para a importância acrescida dos problemas de sucessão que, em determinados períodos, podem condicionar intensamente as políticas financeiras destas empresas.

3.1.2. Proprietário versus gestor: o fim dos problemas de agência?

A Teoria da Agência, na definição original de Jensen e Meckling (1976), é uma teoria sobre a propriedade da empresa, que explora o problema do relacionamento entre uma pessoa ou conjunto de pessoas (principal), que contratam outra(s) (agente), para desempenhar determinadas funções. No caso específico da Teoria Financeira, a primeira aplicação da Teoria da Agência diz respeito à eventual existência de conflitos de

interesse entre gestores e accionistas. Entre estas entidades, podem ocorrer os denominados problemas de agência (selecção adversa³ ou risco moral⁴). As tentativas de os minorar ou eliminar dão origem a custos de agência⁵, que podem ter significativa importância no âmbito da empresa.

A consideração dos aspectos que caracterizam as Pequenas e Médias Empresas, nomeadamente o tipo de estruturas organizativas mais comuns (empresas individuais e sociedades por quotas), segundo Ang (1991), conduz a alterações, no modo de analisar estes relacionamentos.

Em Empresas Individuais, ou Sociedades Unipessoais, a concentração da figura do proprietário e do gestor, numa única pessoa, elimina o potencial conflito entre estes dois papéis. Deste modo, *a priori*, este tipo de empresa enquadrar-se-á perfeitamente na definição original de empresa sem problemas de agência⁶. Todavia, não se pode afirmar de imediato que daí resulta uma vantagem para este tipo de organizações, uma vez que:

- o de acordo com Fama e Jensen (1985), esta sobreposição de papéis pode conduzir a ineficiências na forma de encarar o risco e a uma menor apetência para investir

³ Problema que acontece quando o "agente" tem informação privilegiada face ao "principal", antes de se iniciar o relacionamento.

⁴ Questão que surge *a posteriori*, quando a actuação do "agente" não é verificável, ou quando o "agente" obtém informação privilegiada, no decurso do relacionamento.

⁵ Neste âmbito, distinguem-se os custos suportados pelo "principal" para acompanhar e fiscalizar o comportamento do "agente" (*monitoring costs*), dos custos assumidos pelo "agente", com o objectivo de demonstrar que corresponde às expectativas, ou seja, que tem uma actuação que visa sempre a defesa dos interesses do "principal" (*bonding costs*).

⁶ O universo das Pequenas e Médias Empresas geridas pelo proprietário representa, aliás, um excelente grupo de controlo para estudos que procurem quantificar a dimensão dos custos de agência. Conforme Ang *et al.* (2000) certificam, não há empresas de "subscrição pública" que sejam só detidas pelo(s) proprietário(s). Assim, por falta de informação, a quantificação dos custos de agência, no âmbito das Finanças Empresariais, transforma-se numa tarefa deveras difícil.

em projectos que, de acordo com as regras de avaliação de mercado, seriam lucrativos⁷ (cf. 4.1. Política de investimento);

- o é necessário considerar a hipótese de o conflito de papéis persistir, "dividindo" a pessoa do proprietário-gestor (por exemplo, o gestor sabe que a contratação de um determinado trabalhador para a empresa não é uma boa medida, mas também sabe e sente que esse potencial trabalhador é o seu filho...).

Por sua vez, em Sociedades em Nome Colectivo, ou por Quotas, em que, real ou virtualmente⁸, a responsabilidade é ilimitada, surge uma nova classe de problemas de agência, devido:

- o à responsabilidade solidária dos sócios, pelas decisões que cada um toma individualmente (todos são "agentes" e "principais", em simultâneo);
- o à inexistência de um valor de mercado, para a participação de capital detida, que pode levantar fortes restrições à saída da sociedade ou, então, abrir campo para a tomada de decisões em divergência com os interesses da sociedade, na prossecução de objectivos de natureza pessoal;
- o à aplicabilidade de regimes de impostos do tipo "Transparência Fiscal", em empresas que decidem não distribuir os dividendos (cf. 3.2.6. Impostos).

Ainda neste segundo tipo de organizações, é de realçar que, em termos relativos, os custos de agência anteriormente mencionados têm uma influência bem maior do que nas Grandes Empresas. É natural, assim, que os sócios tentem reduzir os seus custos individuais, beneficiando das iniciativas dos outros: desde que um dos sócios exerça

⁷ Curiosamente, James (1999) argumenta que esta contraposição entre custos de agência e custos resultantes da rejeição de investimentos lucrativos não se aplica às empresas familiares que, constituindo o centro da subsistência da família, "obrigam" os decisores a escolher os investimentos de acordo com as regras de avaliação do mercado, por forma a aumentar a "esperança de vida" destas empresas e assegurar a subsistência das gerações seguintes. Verifica-se, pois, que, nas empresas familiares, os horizontes de decisão são potencialmente mais amplos do que nas Grandes Empresas de subscrição pública. Porém, não devem ser esquecidas questões como os problemas de sucessão, os conflitos familiares e a falta de profissionalismo da gestão como possíveis argumentos contra esta ideia...

⁸ Ou seja, responsabilidade limitada "ultrapassada" pela existência de garantias reais ou pessoais (cf. 4.2. Estrutura de capitais).

actividades de controlo sobre a gestão, todos os outros auferem dos respectivos benefícios, o que poderá acabar por constituir um desincentivo à sua concretização, à medida que o número de sócios aumenta. No entanto, também não deixa de ser verdade que, dado o facto de cada um dos sócios poder ser responsabilizado pelas acções de um outro, o incentivo para a existência de mecanismos de "controlo cruzado" é maior.

Conclui-se, então, que, nas Pequenas e Médias Empresas com um único proprietário, deixam de existir problemas de agência entre proprietário e gestor, pelo simples facto de estes papéis estarem centralizados numa única pessoa (embora possam subsistir conflitos "interiores"). Nas Pequenas e Médias Empresas com vários proprietários, podem surgir conflitos entre eles, dando origem a "novos" custos de agência.

3.1.3. A impossibilidade de diversificação

Uma outra questão de extraordinária relevância é o facto de a Pequena ou Média Empresa constituir, não raras vezes, a aplicação exclusiva do "capital humano" e "capital financeiro" do proprietário-gestor. Ora, um dos pressupostos de base das Finanças Empresariais assenta, precisamente, na hipótese de diversificação, em princípio ao alcance de qualquer investidor. Só a referida possibilidade é que permite eliminar factores de risco não sistemático.

Neste contexto, a não diversificação do investimento (característica típica das carteiras de investimento dos proprietários de Pequenas e Médias Empresas) dá origem à necessidade de ponderar a existência de factores de risco não sistemático, quando o objecto de estudo da Teoria Financeira se cinge ao conjunto das Pequenas e Médias Empresas.

3.1.4. A sobreposição entre "esfera pessoal" e "esfera empresarial"

"Large public companies function as institutions, but businesses that are privately held are more like extensions of the entrepreneur or family."

Levin e Travis (1987)

A unicidade (ou proximidade) das figuras de "proprietário" e "gestor" é uma porta aberta para a existência de "confusões" entre a esfera patrimonial do(s) proprietário(s) e a esfera patrimonial da empresa. As referidas "confusões" não implicam que exista um património sistematicamente preterido em favor de outro, significando, ao invés, que as portas de comunicação entre os patrimónios pessoais e empresariais "abrem nos dois sentidos".

Em termos teóricos, e também no campo das Finanças Empresariais, os pontos de comunicação entre proprietários (accionistas ou sócios) e empresa devem resumir-se aos fluxos de investimento e de remuneração do capital investido. Contudo, na prática, há uma série de factores, alguns dos quais citados por Ang (1992) e Ang *et al.* (1995), que fomentam a existência de "pontes" entre as diferentes esferas patrimoniais. A título de exemplo, enunciem-se:

- razões de ordem fiscal: as tributações diferenciadas dos rendimentos das pessoas individuais e das pessoas colectivas (cf. 3.2.6. Impostos) levam a que, perante um determinado facto patrimonial, haja a tentação de o associar à esfera patrimonial mais conveniente, do ponto de vista, é claro, do imposto a pagar⁹;
- razões de ordem financeira: a frequente necessidade de conceder garantias pessoais para que a empresa consiga o financiamento indispensável para atingir os seus objectivos (cf. 4.2. Estrutura de capitais) conduz a que os patrimónios deixem de ser autónomos, originando o virtual desaparecimento da cláusula de

⁹ No capítulo "5. Consequências das diferenças: análise e avaliação das Pequenas e Médias Empresas", são indicados alguns exemplos do exposto.

"responsabilidade limitada", característica de Sociedades Unipessoais, por Quotas ou Anónimas;

- o razões resultantes da dependência económica em relação à empresa: os efeitos de um mau desempenho empresarial afectam significativamente o património pessoal, criando problemas que, inclusive, poderão estar na base da insolvência.

3.1.5. Objectivos múltiplos

A maximização da riqueza dos accionistas é apontada, no contexto das Finanças Empresariais, como o objectivo a atingir. Porém, numa Pequena ou Média Empresa, tal não é um imperativo de força maior. Esta ideia, defendida, entre outros por Ang (1991, 1992), McMahon e Stanger (1995) e LeCornu *et al.* (1996), assenta no facto de, devido à concentração da propriedade do capital, não existirem ameaças de aquisições hostis ou de concorrência profissional de outros gestores, factores normalmente apontados como conducentes à prossecução do objectivo citado. Neste contexto de alguma liberdade, há campo aberto para o estabelecimento de múltiplos objectivos de natureza pessoal, que podem ser, também, de natureza financeira:

- o maximizar o lucro;
- o conseguir um lucro "razoável";
- o transformar a Pequena ou Média Empresa numa Grande Empresa, cotada em Bolsa de Valores;
- o aumentar o valor futuro da empresa.

Contudo, ganham especial relevância objectivos de natureza não financeira, do tipo:

- o manutenção da independência em relação a terceiros: controlo total das actividades da empresa (não crescendo para além dos limites, nos quais é necessário delegar ou partilhar responsabilidades)¹⁰;
- o subsistência;
- o controlo sobre o próprio rendimento;
- o segurança do posto de trabalho;
- o criação de emprego para familiares;
- o prestação de um serviço necessário, que não era assegurado;
- o reconhecimento da comunidade em que se insere;
- o participação num projecto aliciante;
- o orgulho no que se está a construir;
- o actualização constante de conhecimentos.

Neste quadro, será mais correcto pensar, tal como Petty e Bygrave (1993), num objectivo de maximização da utilidade, que passa pela criação de valor, mas também por outras metas cuja quantificação será extremamente subjectiva.

A maior ou menor preponderância atribuída a cada um dos objectivos, leva a que Osteryoung *et al.* (1997) sugiram a divisão do conjunto das Pequenas e Médias Empresas, em duas grandes classes, tendo em conta as suas finalidades principais:

- o *P.M.E. Sobrevivência*: empresas que constituem "extensões", sob a forma societária, da(s) pessoa(s) do(s) seu(s) proprietário(s) e cujas metas principais não passam pelo crescimento, mas antes pelos interesses pessoais daqueles (por exemplo, a sua simples subsistência). Regra geral, estas organizações têm um âmbito de actuação local. A título de exemplo, poder-se-á lembrar a

¹⁰ Este é o objectivo frequentemente indicado como principal, na literatura sobre o tema em estudo.

generalidade dos restaurantes, mercearias ou lojas de vestuário que se vêm dispersos pelas ruas.

- o *P.M.E. Crescimento*: empresas vocacionadas para o crescimento e rendibilidade, que actuam (ou planeiam fazê-lo) num mercado nacional ou global. Os seus proprietários são pessoas aptas para descobrir oportunidades. Neste grupo de empresas englobar-se-ão casos como o da *Microsoft*, da *Apple Computers*, da *Kodak* ou da *Xerox*, na sua fase inicial, sem esquecer todas as organizações que se expandiram pela via dos contratos de franquia.

Como se compreende, estas duas classes de Pequenas e Médias Empresas suscitam desafios distintos para a Teoria Financeira, sendo bastante mais rico (e, portanto, mais investigado) o universo das "P.M.E. Crescimento", conforme se depreenderá ao longo deste estudo.

Tendo em conta esta profusão de objectivos, McMahon e Stanger (1995), bem como LeCornu *et al.* (1996), apresentam trabalhos em que, tal como nas Finanças Empresariais, a maximização do retorno e a minimização do risco são visados, mas propõem uma adaptação destes conceitos. Assim:

- o no conceito de retorno tem que se incluir não só o "retorno financeiro", mas também outros tipos de retorno, nomeadamente o resultante do cumprimento de objectivos do género: sobrevivência, independência, flexibilidade financeira, ou crescimento;
- o no conceito de risco, devem estar abrangidos factores negligenciados com frequência, por serem de natureza não sistemática, com destaque para: problemas de liquidez, risco de perder o controlo das actividades da empresa, possibilidade de ter que prescindir do "domínio absoluto", obrigação de "dar satisfações" a terceiras entidades, necessidade de abdicar da cláusula de responsabilidade limitada (por exemplo, através da prestação de garantias pessoais - cf. 4.2. Estrutura de capitais).

3.1.6. O "capital humano" na estrutura de gestão

Já é proverbial dizer que a maior riqueza de uma empresa é o seu "Capital Humano", quer em qualidade, quer em quantidade. Ora as características pessoais do proprietário-gestor são um dos principais activos de uma Pequena ou Média Empresa. Não admira, pois, que uma série de autores, de que se destacam Pettit e Singer (1985), Ang (1991, 1992), Scherr *et al.* (1993), LeCornu *et al.* (1996) e Pricer (1999), tenha reflectido sobre esta questão.

Com efeito, uma Pequena ou Média Empresa está habitualmente muito dependente do indivíduo (ou conjunto de indivíduos) que a fundou. Se é certo que características como a sua formação ou a idade influem nas actividades da empresa, há um outro aspecto de importância fulcral, objecto de inúmeras análises: os fundadores, em termos genéricos, são pessoas com uma grande dose de autoconfiança e com um optimismo "ilimitado". Serão estes atributos que lhes permitem ultrapassar os obstáculos e dificuldades, mas, por vezes, também são os responsáveis pelo menosprezo dos riscos que a empresa enfrenta. Existirá, então, uma maior propensão para o risco, quando o objecto de decisão é a "sua" empresa, o "seu" produto ou o "seu" serviço¹¹. Petty e Bygrave (1993) caracterizam estes empresários como "pessoas que se preocupam com as oportunidades e nunca com as limitações".

"Entre ser um bom mecânico, um bom programador informático ou um bom cozinheiro, e gerir eficientemente uma oficina de reparação de automóveis, uma software-house ou uma cadeia de restaurantes, existe, de facto, uma considerável diferença. Sem adequada formação e treino em gestão, dificilmente o empreendedor poderá adquirir os conhecimentos e experiência necessários para dirigir eficientemente o seu negócio."

Apolinário (2000)

¹¹ Se a empresa já estiver a ser gerida pelos sucessores do fundador, o cenário traçado por Ussman (1997), em relação à qualidade do "capital humano", poderá não ser mais risonho. Razões como a "certeza de chegar ao topo da hierarquia ou uma vivência em exclusivo no mesmo ambiente empresarial poderão condicionar negativamente a qualidade dos sucessores. Sendo assim, o perfil da "segunda geração" costuma contrastar com as características apontadas para o fundador, constituindo preocupação fundamental a "preservação" do património e já não tanto o crescimento da empresa.

Acresce ao exposto que o proprietário-gestor costuma ser "apenas" o detentor de um determinado conhecimento específico (científico ou prático), não podendo, ou não conseguindo abarcar, de forma eficiente e eficaz, todas as áreas que integram a gestão da empresa. Ora no âmbito do conceito de "escassez de recursos", introduzido por Welsh e White (1981), não é possível obter, quando necessário, a experiência e conhecimentos de profissionais qualificados, tais como advogados, contabilistas, economistas ou outros consultores. Sendo assim, as Pequenas e Médias Empresas tendem a possuir equipas de gestão incompletas em que há visível falta de competências em determinadas áreas-chave, em particular a nível financeiro¹².

"Within the SME sector (...), the financial culture is weak and poorly developed with little understanding of the ways in which financial management could assist in the successful management of the enterprises (...) levels of awareness of financing instruments available decrease with the size of the firm..."

Lloyd-Reason (1999)

Se é certo que McMahon e Holmes (1991) concluem que nas Pequenas e Médias Empresas são muito pouco utilizadas técnicas apuradas de planeamento e controlo de gestão¹³, a verdade é que Walker e Petty (1978) não reconhecem a necessidade de recorrer a tais técnicas.

No cenário descrito, o "postulado" da racionalidade económica nem sempre se verifica: pode encontrar-se uma diferença significativa entre o que será teoricamente correcto fazer e aquilo que se pretende fazer, sendo, também, de admitir que nem sempre existe alguém capaz de realizar o que se pretende fazer... Seja por excesso de confiança, seja por incompetência, seja ainda por não existir informação completa, a possibilidade de cometer erros é uma realidade.

¹² Curiosamente, mesmo nas empresas familiares, é comum observar-se que a Direcção Financeira não é exercida por membros da família.

¹³ McMahon *et al.* (1993) aprofundam o tema das técnicas e práticas de gestão financeira, utilizadas nas Pequenas e Médias Empresas.

Em consequência, perspectiva-se que a esperança média de vida de uma Pequena ou Média Empresa seja mais baixa do que a de uma Grande Empresa. Factores como o desaparecimento físico ou a demissão de uma pessoa-chave (com os inerentes problemas de sucessão ou de substituição, consoante o caso), desentendimentos entre sócios, ou a simples falta de visão estratégica, podem conduzir, com maior ou menor brevidade, ao encerramento da empresa. Esta característica tem forte influência na interacção da Pequena ou Média Empresa com o exterior¹⁴, bem como ao nível das políticas financeiras, quer em termos de assunção de riscos, quer no horizonte temporal que norteia a tomada de decisões.

3.2. Relação com o meio envolvente

O relacionamento de uma Pequena ou Média Empresa com o meio envolvente (Accionistas, Credores, Trabalhadores, Estado, Outras Instituições) processa-se em circunstâncias bem diversas das que rodeiam as Grandes Empresas.

3.2.1. Informação

O problema da divulgação de informação sobre as Pequenas e Médias Empresas é uma das mais importantes especificidades que caracterizam estas organizações. De uma forma global, pode-se afirmar que há duas grandes questões para as quais se deve procurar resposta:

- o há informação disponível e acessível a todos os potenciais interessados?
- o existindo informação, ela tem a qualidade necessária?

¹⁴ Pettit e Singer (1985) exemplificam com a possibilidade de os clientes exigirem preços mais baixos, dada a hipótese de a empresa não sobreviver durante o período de garantia dos produtos, ou com a eventualidade de os bancos exigirem taxas de juro mais altas (cf. 4.2.4.2. Capitais alheios).

3.2.1.1. Informação disponível e acessível?

As Pequenas e Médias Empresas são um campo privilegiado para o aparecimento de problemas de assimetria de informação. Na verdade, as pessoas que "conhecem por dentro" a empresa terão, em princípio, mais e melhor informação do que as restantes entidades. Esta situação não é exclusiva das relações em que participam Pequenas e Médias Empresas, mas torna-se mais grave, neste âmbito, dado que, conforme fazem notar Hand *et al.* (1982):

- o os custos de obtenção de informação, por parte de entidades externas são, em termos relativos, significativamente mais altos;
- o o número de "transacções" efectuado por estas organizações é muito mais diminuto, pelo que a criação de uma boa "reputação" é bastante mais difícil;
- o as actividades de uma Pequena ou Média Empresa não são tão divulgadas e visíveis (de um ponto de vista mediático) como as das Grandes Empresas;
- o não é muito provável o aparecimento de informação produzida por terceiras entidades (por exemplo, empresas de notação de risco ou um analista financeiro), sobre uma Pequena ou Média Empresa.

3.2.1.2. Informação de qualidade?

"...the motivation for preparing financial statements is very different for the unlisted firm. Listed companies are concerned about their stakeholders: share holders, debt holders, creditors, customers, and government. Unlisted businesses, on the other hand, have many of these stakeholders represented by the same owner/manager. Therefore financial statements are often prepared with a close eye on the government, for example to reduce the tax bill..."

Vos (1992a)

Não estando a maior parte das Pequenas e Médias Empresas sujeitas a obrigações legais de apresentação de relatórios financeiros com determinados padrões de qualidade (aferidos mediante certificação por empresas de auditoria, ou por Revisores Oficiais de

Contas), esta actividade costuma dar origem a um jogo de expectativas e contra-expectativas, em que chegar à conclusão correcta é um mero acaso. E isto,

- o por razões que se prendem com a eventual falta de competência da equipa de gestão, na área de "produção de informação";
- o pelo facto de alguém interessado em obter informação sobre a empresa saber que o proprietário-gestor é um "optimista incorrigível", juiz em causa própria;
- o pela possibilidade de a suspeita levantada por Vos (1992a), supracitada, se confirmar...

Em consequência, é de crer que leitores externos da informação "dêem o desconto" relativo à possibilidade de influência dos factores enumerados. Porém, prevendo este "desconto", a informação pode já nascer enviesada...

Perante este panorama, Ang (1992) descreve alguns cenários para o exercício de competências "de jogo" assentes, ora em estratégias de cooperação (em que a empresa decide limitar a sua margem de actuação, para "agradar" a um determinado grupo de interesse), ora em tácticas de confrontação (em que a empresa "altera" a informação que presta ao exterior, por exemplo, para mostrar que não pode subir salários).

3.2.1.3. Conclusões

Desenhado este esboço, não restarão muitas dúvidas de que o pressuposto admitido por Modigliani e Miller (1958), segundo o qual todos os intervenientes no mercado dispõem de informação perfeita e completa, tem, naturalmente, muito menor aplicabilidade no contexto das Pequenas e Médias Empresas. Sendo assim, é importante ter a noção de que o universo das Pequenas e Médias Empresas é um campo caracterizado por

assimetria de informação, mais ou menos profunda¹⁵. Contudo, e tal como é afirmado por Berger e Udell (1998), estes problemas de informação constituem o aspecto que mais dificulta a investigação empírica no domínio das Pequenas e Médias Empresas, mas, simultaneamente, aquilo que a torna mais aliciante.

3.2.2. Proprietário versus credores (e outros grupos de interesse): o agravamento dos problemas de agência

Um dos temas que tem despertado o interesse da investigação em Finanças Empresariais é a possível adaptação dos conceitos desenvolvidos à luz da Teoria da Agência (cf. 3.1.2. Proprietário *versus* gestor: o fim dos problemas de agência?) à relação entre accionistas e credores (ou outros grupos de interesse).

Hand *et al.* (1982), Chittenden *et al.* (1996), ou ainda Vilabella e Silvosa (1997), defendem que, no domínio das Pequenas e Médias Empresas, a probabilidade de ocorrência de problemas de "selecção adversa" ou de "risco moral" é mais acentuada, como consequência, nomeadamente, da maior assimetria de informação (cf. 3.2.1. Informação). O aspecto sobre o qual se regista maior preocupação é o do relacionamento com os credores por financiamento. Chung (1993) acentua mesmo que, nas empresas geridas pelo proprietário, o "risco moral" é bastante mais elevado, uma vez que o gestor actua em seu próprio nome, ao passo que, quando o gestor não é proprietário, pode, de certa forma, desempenhar um papel moderador.

¹⁵ A dimensão deste problema está, em larga medida, dependente do sector de actividade em que a empresa se insere. Como é evidente, uma Pequena ou Média Empresa ligada à actividade da Restauração deverá ter menos segredos do que uma outra que actua no domínio da Biotecnologia...

No que respeita aos custos de agência, a questão pode ser analisada sob duas perspectivas:

- O autores, como Pettit e Singer (1985) e Chittenden *et al.* (1996), preocupam-se, sobretudo, com os custos suportados pelos credores por financiamento, no trabalho de acompanhamento das Pequenas e Médias Empresas, argumentando que a importante componente fixa destes custos assume um maior peso, no caso das Pequenas e Médias Empresas;
- O por outro lado, algumas Pequenas e Médias Empresas, com o objectivo de resolver ou minorar os problemas de agência, impõem restrições a si próprias, ao nível da quantidade de fornecedores ou de instituições financeiras com que trabalham, de molde a aumentar o número de transacções e criar, desta maneira, um "bom nome" (cf. 3.2.3. "Sinais" e reputação). Esta prática acaba por se consubstanciar num "custo de agência", visto que a empresa, de forma deliberada, "perde acesso" ao mercado, abdicando da eventual obtenção de melhores condições.

A finalizar, merece destaque o papel de charneira desempenhado pelas instituições financeiras, neste âmbito: na verdade, o seu dispêndio de recursos no acompanhamento das Pequenas e Médias Empresas gera externalidades para os outros grupos de interesse, que, na presença de uma instituição especializada na avaliação e julgamento do potencial das empresas, tenderão a diminuir as suas actividades de controlo, baixando os seus custos de agência. Como consequência desta "liderança", é com naturalidade que se perspectiva o desenvolvimento de relacionamentos mais estreitos entre as instituições financeiras e as Pequenas e Médias Empresas (cf. 4.2.4.2.5. Financiamento bancário).

3.2.3. "Sinais" e reputação

Com base nos estudos elaborados por Ross (1977)¹⁶ e por Leland e Pyle (1977)¹⁷, desenvolveu-se uma teoria, segundo a qual, num quadro de assimetria de informação, as decisões da empresa, em matéria financeira, podem ser utilizadas pelo mercado de capitais como indícios de uma determinada realidade. Deste modo, o trabalho destes autores focou aspectos relacionados com interpretações de diferentes decisões, ou de financiamento, ou de distribuição de resultados, passíveis de serem tomadas por uma empresa. Assim, a título de exemplo, atente-se que a emissão de dívida poderia constituir um "bom sinal", porque a empresa ficaria obrigada a desembolsos periódicos e, conseqüentemente, restaria menos capital à disposição do "livre arbítrio" dos gestores (problema de agência); emissões de capital próprio transmitiriam um "mau sinal", na medida em que indicariam uma incapacidade de recorrer a capitais alheios; aumentos dos dividendos traduziriam excelentes expectativas face aos lucros futuros.

Sendo uma teoria construída em torno da relação entre empresa e mercado de capitais, não parece, *a priori*, poder trazer contributos relevantes para este trabalho. Porém, e conforme é realçado por Wijst (1989), num quadro em que se atribui uma maior importância à questão da assimetria de informação (cf. 3.2.1. Informação), têm que ser equacionadas as "sinalizações" dirigidas ao conjunto mais restrito dos potenciais interessados na empresa e não ao mercado.

Sem a preocupação de uma análise exaustiva (até porque, em matéria de interpretações, há uma vastidão de possibilidades), podem ser referidas várias actuações das Pequenas e Médias Empresas ou dos seus proprietários que visam fazer chegar qualquer indício a

¹⁶ Ross, S. (1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach", *Bell Journal of Economics*, pp. 23-40.

¹⁷ Leland e Pyle (1977), "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, Vol. 32, Nº 2, pp. 371-388.

"alguém". Por exemplo, dos trabalhos de Keasey e McGuiness (1990), Constand *et al.* (1991), Norton (1991) e Scholtens (1999), é possível retirar algumas ideias:

- o a percentagem do capital próprio detida pelos proprietários-gestores é vista como uma prova de envolvimento e crença no projecto;
- o a escolha do intermediário financeiro, que "coloca" a empresa junto de potenciais investidores ou financiadores, terá, por certo, um significado;
- o o preço pelo qual são vendidas as acções (seja a investidores particulares, a empresas de capital de risco, ou mesmo numa oferta pública de venda inicial), comparado com o "justo valor teórico" pode levar a suposições diversas, tais como: "se estão a vender barato, é porque não conseguem arranjar dinheiro de outra forma...";
- o o facto de um intermediário financeiro não exigir garantias reais ou pessoais é um precioso dado relativamente à qualidade e reputação do devedor (cf. 4.2.4.2. Capitais alheios);
- o proprietários que recusam por regra conceder garantias podem dar um sinal da qualidade, *de per si*, da sua empresa; em contraposição, a abdicação deste princípio pode indiciar dificuldades;
- o a forma como se processa a gestão do fundo de maneio (cf. 4.4. Gestão financeira de curto prazo) traduz claramente a "saúde financeira" da Pequena ou Média Empresa.

Neste capítulo, é importante, ainda, fazer menção a McConnell e Pettit (1984), que salientam o facto de qualquer actividade de sinalização de uma Pequena ou Média Empresa aos seus potenciais interessados ser relativamente mais cara e visar suprir uma assimetria de informação mais ampla.

Um outro factor que merece ser tomado em linha de conta é a reputação da Pequena ou Média Empresa e/ou do seu proprietário-gestor. Ao contrário das Grandes Empresas, em que a reputação acaba por constituir um dado objectivo, que se manifesta na atribuição de uma "notação de risco", o mundo das Pequenas e Médias Empresas é caracterizado

por uma maior subjectividade deste conceito, "alimentado" pelo decurso do tempo (que introduz, progressivamente, um factor de confiança acrescida nas relações estabelecidas) e pela passagem de informações pela via informal. Assim, e de uma forma algo simplista, dir-se-á que a reputação das Pequenas e Médias Empresas pode equivaler à notação de risco¹⁸ de uma Grande Empresa. A consciência deste facto conduz a que algumas Pequenas e Médias Empresas tomem medidas activas, no sentido de cultivar uma "boa reputação", condicionando as suas políticas financeiras (cf. 4.2.4.2.5. Financiamento bancário).

3.2.4. Custos de transacção

É vasta a literatura sobre o tema dos custos de transacção. No caso específico das Pequenas e Médias Empresas, interessa pôr em relevo as imperfeições de mercado que impedem uma proporcionalidade entre os custos de transacção e a dimensão da empresa.

Na verdade, a existência de custos de transacção fixos faz com que o seu peso relativo seja maior, podendo dificultar ou mesmo impedir algumas destas organizações de:

- o ter acesso a alguns produtos e serviços, tais como ofertas públicas de venda de acções, contratação dos serviços da Banca de Investimento ou de Consultores Financeiros;

¹⁸ Embora não se possam considerar como "notações de risco", em Portugal, as iniciativas do tipo *Fórum Rating 1* (que o *Banco Comercial Português* e a *Dun & Bradstreet* promovem) ou *P.M.E. Excelência* (que o *Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento* leva a cabo, em colaboração com as maiores instituições bancárias nacionais) são formas de destacar algumas empresas que não actuam no "mercado de capitais", reconhecendo e beneficiando a sua reputação.

- o cumprir exigências legais (prestação de informação estatística e financeira, obrigações fiscais declarativas) que implicam a criação e manutenção de estruturas administrativas mais pesadas;
- o ser objecto de estudo, por parte de analistas externos (cf. 3.2.1. Informação).

3.2.5. Custos de falência

É sabido que a "taxa de mortalidade" das Pequenas e Médias Empresas tende a ser bastante elevada. Sendo assim, será lícito concluir que a sua probabilidade de falência poderá ser maior. Segundo Ang (1991), as justificações teóricas para esta "evidência" passam pelos seguintes pontos (objecto de tratamento aprofundado noutros capítulos):

- o o empreendedor é, geralmente, alguém com propensão para o risco;
- o a equipa de gestão destas organizações é, muitas vezes, incompleta;
- o as fontes de financiamento disponíveis são limitadas;
- o podem ocorrer problemas de agência;
- o surgem conflitos de sucessão.

Como se os factores enunciados não bastassem, também os custos de falência directos e indirectos assumem um peso relativo muito mais significativo quando se está perante Pequenas e Médias Empresas¹⁹. Ao nível dos custos directos, ganham importância as diferenças entre o "valor real" e o "valor de liquidação" dos activos, a perda de possibilidade de reporte de prejuízos fiscais acumulados²⁰, sem esquecer os custos de ordem legal e contabilística, associados ao encerramento da empresa.

¹⁹ Será caso para dizer que até na altura da falência existem "economias de escala"...

²⁰ Estes custos, dependendo da legislação fiscal vigente, podem constituir um "activo" muito atractivo para empresas lucrativas que, fundindo-se com empresas com prejuízos fiscais acumulados, beneficiam da respectiva poupança fiscal.

Por seu turno, Vilabella e Silvosa (1997) destacam a grande relevância de custos de falência indirectos, resultantes da percepção, pelos diferentes grupos de interesse, da situação de dificuldade em que a Pequena ou Média Empresa se encontra. Estes custos manifestam-se no período anterior ao encerramento e poderão traduzir-se numa diminuição das vendas, na desmotivação dos trabalhadores, na obtenção de piores condições de aquisição junto dos fornecedores, na restrição do crédito (ou seja, tudo se conjuga para agravar a situação de quem já está à beira do precipício...).

Mas os custos não ficam por aqui, podendo estender-se, directa ou indirectamente, ao património pessoal dos empreendedores, algo que não acontece com as Grandes Empresas de subscrição pública. De facto, mesmo admitindo a existência de uma fronteira clara entre o património pessoal e o património da empresa (ou seja, que há uma efectiva responsabilidade limitada), é inegável que a reputação do empreendedor, como "homem de negócios", pode ficar irremediavelmente afectada. Acresce que a responsabilidade limitada, como já houve ocasião de referir, não é frequente, no domínio das Pequenas e Médias Empresas. Logo, é incontestável que, numa situação de falência, para além dos custos tradicionais, são gerados efeitos acrescidos, na esfera patrimonial do(s) empreendedor(es).

3.2.6. Impostos

Vilabella e Silvosa (1997) não hesitam em afirmar que a gestão das Pequenas e Médias Empresas é bastante influenciada por considerações de ordem fiscal, uma vez que o objectivo de minimizar a "factura fiscal" está no topo de uma hierarquia onde não constam, ao contrário do que acontece nas Grandes Empresas, preocupações com o mercado de capitais.

Há, pelo menos, dois tipos de impostos cuja repercussão nas Pequenas e Médias Empresas merece algum destaque: os impostos sobre o rendimento (em Portugal, IRC e IRS) e os impostos sucessórios.

3.2.6.1. Impostos sobre o rendimento

A progressividade dos escalões de imposto não é relevante para as Grandes Empresas e pode sê-lo para as Pequenas e Médias Empresas. Em Portugal, têm vindo a ser introduzidas taxas de tributação diferenciadas, para volumes de negócios considerados mais baixos. Assim:

- o há já algum tempo, existe um regime especial de tributação para as "micro e pequenas empresas" (definidas como sendo aquelas com um volume de negócios inferior a 30 000 contos), que passa pela aplicação de uma taxa de IRC de 20%;
- o o Orçamento de Estado para o ano 2000 prevê a possibilidade de criação de um outro escalão, até 100 000 contos, susceptível de ser tributado a uma taxa inferior aos 32% que caracterizam o regime geral de tributação das pessoas colectivas;
- o o mesmo documento introduz a possibilidade das Pequenas Empresas optarem por um regime forfetário de tributação, assente na aplicação de uma taxa de imposto ao volume de negócios.

Tomando, então, como exemplo o caso português, conclui-se que, em Pequenas e Médias Empresas, há, seguramente, espaço para operações específicas de planeamento fiscal, ao nível do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas, que podem conduzir a importantes economias.

No que respeita ao Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares, em Portugal (bem como noutros países), há um tratamento diferenciado de juros, dividendos e ganhos de capital: os primeiros, quando pagos a particulares, estão sujeitos a uma taxa liberatória de retenção de IRS de 20% (representando custo fiscal para a empresa), ao passo que os segundos são parte de um resultado já tributado em sede de IRC, não constituem custo fiscal para a empresa e ainda vão ser tributados quando auferidos por um particular (conquanto exista um mecanismo de atenuação da dupla tributação

económica²¹). Finalmente, os ganhos de capital são tributados, em sede de IRS, a uma taxa de 10%.

A diferenciação exposta contribui para que algumas empresas, aproveitando uma maior informalidade e autonomia de decisão (cf. 3.1.1. Sobreposição entre propriedade e gestão), em vez de aumentarem o capital social, optem pela via dos suprimentos (empréstimos remunerados). Este género de operações deve ser tido em conta quando, por exemplo, se está a analisar a estrutura de capitais (cf. 4.2. Estrutura de capitais) ou a política de dividendos (cf. 4.3. Política de dividendos) de uma Pequena ou Média Empresa.

Refira-se ainda que a aplicação de sistemas de tributação semelhantes ao regime da transparência fiscal (em que a empresa não é sujeita a imposto e os proprietários são tributados, em sede de Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares, pelo resultado obtido pela sociedade)²², "impede", na prática, a retenção dos resultados (autofinanciamento), originando uma quase obrigatoriedade de distribuição integral dos resultados, sob pena dos proprietários pagarem impostos por rendimentos que, de facto, não chegaram a receber...

3.2.6.2. Impostos sucessórios

A incidência de impostos do tipo "Sucessões e Doações", condiciona sobremaneira, não só a forma jurídica adoptada (lembre-se que, por exemplo, em Portugal, este imposto é aplicável às participações em Sociedades por Quotas, ao passo que, no caso das Sociedades Anónimas, a tributação se faz por avença - retenção de parte do valor dos

²¹ Artigo 80º-C do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares.

²² No nosso país, este regime está previsto no artigo 5º do Código do Imposto Sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas, aplicando-se às seguintes empresas: sociedades civis não constituídas sob a forma comercial, sociedades de profissionais, sociedades de simples administração de bens, agrupamentos complementares de empresas e agrupamentos europeus de interesse económico.

dividendos), como também a estrutura de capitais, a composição social e mesmo a estrutura do Activo (também em Portugal, o valor da empresa, para efeitos da aplicação do Imposto sobre Sucessões e Doações, é calculado com base no último Balanço aprovado antes da morte do proprietário, corrigido pelas reservas ocultas).

No caso português, este imposto rende muito pouco para os cofres do Estado, como consequência da prática de diversas formas de evasão, o que retira importância a algumas medidas financeiras de "planeamento fiscal" (como o recurso a opções de aquisição de acções, por parte dos empregados ou dos membros da geração seguinte), especialmente importantes para as Pequenas e Médias Empresas de outros países, tais como, os Estados Unidos da América, a Inglaterra ou a Itália, em que este imposto é de aplicação mais rigorosa.

4. Consequências das diferenças: políticas financeiras das Pequenas e Médias Empresas

Explorados os factores que podem constituir características exclusivas das Pequenas e Médias Empresas, é necessário identificar e explicar as consequências destas especificidades nas políticas financeiras definidas. Para o efeito, este capítulo está estruturado tendo em conta as principais vertentes de actuação da gestão financeira de uma empresa, procurando-se elaborar uma síntese das formulações de hipóteses e das subsequentes verificações empíricas que vão constituindo este "conjunto de conceitos".

4.1. Política de investimento

Segundo McConnell e Pettit (1984), no domínio das Finanças Empresariais, os pilares onde assentam as regras básicas da política de investimento são os seguintes:

1. o critério para a aceitação ou rejeição de projectos de investimento passa pela comparação entre o valor actual dos fluxos de tesouraria futuros e o montante do investimento inicial, aceitando todos aqueles em que o primeiro valor seja superior ao segundo (regra do valor actualizado líquido superior a zero);
2. os projectos de investimento são independentes entre si, devendo ser avaliados desta forma (assim, por exemplo, a possibilidade de diversificação não é relevante, uma vez que não cabe à empresa, mas antes aos seus accionistas);
3. há uma total independência das decisões de investimento e de financiamento.

Ao estudar as Pequenas e Médias Empresas, há que esquecer estas regras. Assim, relativamente ao primeiro ponto, Ang (1991, 1992) salienta uma maior complexidade do processo de decisão relativo a um investimento, aventando duas hipóteses de "sinal contrário":

- o existência de empresas que investem em projectos com valor actualizado líquido inferior a zero (hipótese de sobreinvestimento);
- o existência de empresas que, mesmo perante projectos com valor actualizado líquido superior a zero, decidem não investir (hipótese de subinvestimento, ou de não investimento).

A primeira possibilidade verificar-se-á:

- o como consequência de expectativas demasiadamente optimistas, por parte dos promotores do projecto;
- o quando se subestima a complexidade do projecto, considerando os recursos (de gestão e de organização) necessários;
- o se existe, de facto, responsabilidade limitada dos proprietários-gestores da empresa e estes se apercebem que os benefícios a que poderão aceder serão maiores, no caso de a empresa crescer;
- o dado o perfil, normalmente propenso ao risco, da "geração empreendedora" (cf. 3.1.6. O "capital humano");
- o como resultado do baixo custo das fontes de financiamento iniciais (custo de oportunidade do capital do promotor, dinheiro da família e de amigos).

A segunda hipótese de "rejeição de bons projectos" poderá ocorrer devido a:

- o problemas de assimetria de informação, no relacionamento com entidades financiadoras que, na selecção das candidaturas, têm dificuldade em "separar o trigo do joio" (cf. 3.2.1. Informação);
- o questões de sucessão, de saída de uma pessoa-chave, ou mesmo de inexistência das competências necessárias para implementar o projecto;
- o insuficiência de autofinanciamento, para suportar o projecto em causa, acompanhada da vontade dos proprietários em não "oferecer" o seu património pessoal como garantia (aversão ao risco);

- O custos elevados na obtenção de fundos fora do círculo constituído pelas fontes iniciais;
- O restrições auto-impostas, para evitar conflitos de opinião e de interesses entre sócios gerentes e não gerentes (cf. 3.1.2. Proprietário *versus* gestor: o fim dos problemas de agência?), ou pura e simplesmente para manter a dimensão (renegando a possibilidade de crescimento) e, assim, salvaguardar a independência e o controlo total sobre a empresa (cf. 3.1.5. Objectivos múltiplos).

"... textbooks methods for judging investment opportunities, like hurdle rates, payback periods and discounted cash-flows aren't always useful in organizations that are privately owned."

Levin e Travis (1987)

No que respeita ao segundo ponto, é de referir o facto de a regra da "avaliação separada dos projectos de investimento" não ter uma aplicabilidade perfeita no contexto das Pequenas e Médias Empresas. McMahon e Stanger (1995), lembrando que uma Pequena ou Média Empresa é um caso típico de aplicação não diversificada e, como tal, sujeita a um maior risco, afirmam que o proprietário-gestor pode manifestar uma maior predisposição para enveredar por projectos que constituam um sacrifício da rendibilidade, mas que assegurem uma maior diversificação, algo que colide com os princípios anteriormente expostos.

Da mesma forma, é de admitir uma tendência para favorecer projectos que ofereçam maior retorno a curto prazo, em detrimento de outros idênticos ou mesmo melhores, cujo período de recuperação do investimento seja mais moroso. Tal acontece, dada a necessidade de obter fundos para outros projectos, ou de "mostrar bons resultados", numa fase que antecede momentos determinantes para a vida da Pequena ou Média Empresa, tais como a renovação de um empréstimo, a entrada no mercado de capitais ou a negociação com uma empresa de capital de risco (cf. 4.2.5. Uma análise dinâmica: a "hierarquia de preferências" e o "ciclo de vida" da Pequena ou Média Empresa).

Enfim, há um outro postulado das "Finanças Empresariais" que tem de ser abandonado: a independência entre as decisões de investimento e as de financiamento. Na verdade, pelas razões que serão explicitadas, em pormenor, no capítulo seguinte, os factores de natureza financeira condicionam fortemente as decisões de investimento. Fazzari *et al.* (1988), na sequência de um estudo que procura justificar a variação do nível de investimento de uma amostra de empresas, não têm dúvidas em reconhecer que o principal indutor dessas variações é a existência de restrições financeiras. Num quadro deste tipo, as "reservas financeiras de segurança", tal como evidenciam Myers e Majluf (1984), podem desempenhar um importante efeito nivelador do investimento.

4.2. Estrutura de capitais

"The financial structure of small and medium enterprises may reflect well the wishes and strategies of their owners, as much as constraints placed upon them by suppliers of finance."

Hughes (1997)

4.2.1. Introdução

A questão da estrutura de capitais tem sido analisada sob diversas perspectivas, que vão contribuindo para o desenvolvimento da Teoria Financeira. Apesar de não ser objecto deste trabalho explicar, de modo pormenorizado, essas várias interpretações, talvez tenha interesse referir, ainda que por forma sintética, os seguintes pilares:

- o lançada pelo trabalho pioneiro de Modigliani e Miller (1958), desenvolve-se uma linha que, partindo da proposição da irrelevância da estrutura de capitais (num contexto de mercados perfeitos, sem impostos, sem custos de falência e sem custos de transacção), vai derogando sucessivamente alguns desses

- pressupostos (passa-se a admitir a existência de imperfeições no mercado, de impostos e de custos de falência) e analisa o seu efeito na estrutura de capitais;
- o os modelos baseados nas relações de agência e na assimetria de informação;
 - o os modelos que assentam nas preferências dos gestores, desenvolvidos na sequência do trabalho de Myers (1984), em que é introduzido o conceito de "Hierarquia de preferências"²³, na definição da estrutura de capitais.

Desenvolvidos à luz de uma Teoria Financeira que evoluiu, tendo como referência a actuação de Grandes Empresas em mercados "mais ou menos perfeitos", todos estes modelos têm subjacente uma "liberdade de escolha" entre os diferentes componentes com que se constrói a estrutura de capitais de uma empresa. Mas haverá, realmente, nas Pequenas e Médias Empresas, essa liberdade?

4.2.2. Capitais internos *versus* capitais externos

No âmbito deste trabalho, uma das questões primordiais que se coloca é a de saber se as Pequenas e Médias Empresas podem e querem aceder a todas as formas de financiamento existentes. Formulando a pergunta de maneira alternativa, será que existem factores que levam as Pequenas e Médias Empresas a não obterem capitais externos (próprios ou alheios) de que necessitam, para sustentar as suas actividades?

A "literatura científica" e os "estudos práticos" são unânimes numa resposta afirmativa, demonstrando que capitais internos e capitais externos não são substitutos perfeitos.

"Recent literature on asymmetric information and capital market imperfections demonstrates that a firm's opportunity cost of internal funds can be substantially lower than its cost of external finance."

Fazzari *et al.* (1988)

²³ Tradução que se apresenta para "Pecking Order Theory". Em língua portuguesa não se encontra uma tradução consensual para esta expressão.

Esta conformidade de opiniões não se estende, contudo, às justificações encontradas para a existência do problema referido, sendo possível distinguir duas tipologias:

- o as causas encontram-se do lado da oferta de fundos²⁴;
- o as causas encontram-se do lado da procura de fundos.

4.2.2.1. A causa reside na oferta de fundos

Autores, como Walker (1989), Keasey e McGuinness (1990), Norton (1990), Landstrom e Winborg (1995), Chittenden *et al.* (1996), a este propósito, apresentam justificações que passam:

- o pela existência de assimetria de informação mais acentuada, que impede os potenciais investidores de se sentirem seguros em relação a uma determinada Pequena ou Média Empresa;
- o pela possível ocorrência de problemas de agência agravados com investidores externos (cf. 3.2.2. Proprietário versus credores (e outros grupos de interesse): o agravamento dos problemas de agência) e a consequente necessidade de suportar custos de agência que, em termos relativos, são pesados e desincentivadores;
- o por custos de transacção elevados (mais uma vez, relativamente à dimensão de uma Pequena ou Média Empresa);
- o por barreiras regulamentares (*v.g.*, imposição de determinadas condições para uma empresa poder ser cotada em Bolsa de Valores) e financeiras (por exemplo, o eventual desinteresse, por parte de investidores institucionais, em Pequenas Empresas).

²⁴ Terá sido uma convicção idêntica que esteve na base da implementação de políticas destinadas a facilitar o acesso aos capitais, por parte das Pequenas e Médias Empresas, na generalidade dos países europeus, durante as décadas de 80 e 90.

Pettit e Singer (1985) admitem que alguns destes factores também afectam as Grandes Empresas, mas não deixa de ser verdade que condicionam, de forma muito mais forte, as Pequenas e Médias Empresas.

Já Hutchinson (1995), estudando o problema do risco acrescido nas Pequenas e Médias Empresas, levanta a hipótese de os possíveis financiadores considerarem que, face ao retorno potencial, o "investimento" não vale a pena. Por sua vez, Landstrom e Winborg (1995), bem como Lloyd-Reason (1999), corroboram e complementam as ideias de Hutchinson (1995), apontando como causas da falha do sistema financeiro, a falta de competências específicas dos financiadores, na área de negócios da empresa e o desajustamento dos instrumentos financeiros oferecidos às Pequenas e Médias Empresas. Tal deficiência acentuar-se-á sobremaneira, nas empresas que detêm ou produzem bens intangíveis (que constituem, não raras vezes, o "coração" das respectivas actividades)²⁵, caso em que, do lado dos prováveis financiadores, há um ainda maior desconhecimento sobre as actividades desenvolvidas (encontram-se excelentes exemplos nas áreas das Tecnologias de Informação ou da Biotecnologia)²⁶.

"In conclusion, it appears that among high technology small firms, those with the most sophisticated technologies are the most likely to report continual financial constraints on the development of their business. Given that these firms are also the most likely to make a major economic contribution, it provides support for the view that market imperfections characterize the supply of finance in this market-place."

Westhead e Storey (1997)

Para concluir, apresenta-se uma ideia "fundamentalista": Walker (1989) afirma que a escassez de fundos externos disponíveis para as Pequenas e Médias Empresas é tal, que estas procurarão a quantidade máxima de financiamento possível, sem atenderem ao respectivo custo...

²⁵ Binks e Ennew (1996) dão conhecimento das conclusões de um estudo realizado no Reino Unido, provando a maior dificuldade destas empresas em obterem financiamento.

4.2.2.2. A causa reside na procura de fundos

Abandonando os pressupostos neoclássicos, segundo os quais um empresário pretenderá investir em todos os projectos disponíveis, com valor acrescentado líquido superior a zero, e tendo em conta as características do proprietário-gestor (cf. 3. As diferentes premissas da Teoria Financeira no contexto das Pequenas e Médias Empresas), impõe-se responder às seguintes perguntas:

- O será que as Pequenas e Médias Empresas realmente necessitam de capitais externos?
- O mesmo necessitando, será que os seus proprietários estão dispostos a reduzir o grau de controlo e de participação de que dispõem, para obter esses capitais?

Autores, como Landstrom e Winborg (1995) e Chittenden *et al.* (1996), defendem que a resposta à primeira questão depende do tipo de negócio: há muitas pequenas empresas que são autênticos meios de subsistência para os seus proprietários (mercearias, cafés), que não precisam desses capitais ("P.M.E. Subsistência"). Todavia, outras há, como aquelas ligadas à investigação e desenvolvimento de novos produtos e serviços, que vêem o seu crescimento constantemente limitado pela restrição dos capitais disponíveis ("P.M.E. Crescimento").

No que concerne à segunda pergunta, a resposta depreende-se da seguinte citação:

"...several small business managers have a very strong driving force to retain control of their firm. For many of them it is a life-time achievement, which they try to protect as long as possible. Admitting an external financier into the firm is therefore alien to many small business managers."

Landstrom e Winborg (1995)

²⁶ A avaliar pelos sucessos (em termos de valorização) das Ofertas Públicas de Venda Iniciais de inúmeras empresas ligadas a estes sectores, só a "Teoria Financeira" é que tem esta dificuldade. Não há dúvida que a "Prática Financeira" já a ultrapassou... Começam-se a conhecer algumas consequências... Para uma análise mais aprofundada das especificidades deste tipo de empresas, é interessante o trabalho de Westhead e Storey (1997).

Do ponto de vista da "procura de fundos", ganha substancial importância a exploração dos factores de natureza comportamental (de difícil quantificação), associados às características pessoais do empresário (percepção e atitude perante o risco, objectivos, desejo de controlo ou de crescimento...). Tanto que Hutchinson (1995), bem como Cressy e Olofsson (1997a, 1997b), alertam para a possibilidade de existir uma recusa sistemática, de muitos pequenos e médios empresários, a capitais provenientes do exterior, evitando, assim, a provável perda do controlo pessoal ou familiar sobre a empresa e mantendo a independência²⁷.

O problema da não diversificação e do consequente risco acrescido também pode ser analisado sob a perspectiva da procura de fundos. Hutchinson (1995) levanta a hipótese de, em Pequenas e Médias Empresas cujos objectivos passam pela sobrevivência, poder existir uma atitude de forte aversão ao risco. Em situações destas, considerando a interdependência entre decisões de investimento e de financiamento (cf. 4.1. Política de investimento), os empresários poderão optar por não investir, para não aumentar a exposição ao risco, ignorando qualquer hipótese de financiamento externo e não explorando todo o potencial económico das suas empresas.

Não deixa de ser curioso recordar a ideia de Welsh e White (1981), segundo a qual existirá uma aversão dos fundadores das empresas a abrirem o capital ao exterior, depois de vividas e ultrapassadas as dificuldades próprias da "infância" de uma Pequena ou Média Empresa. Com efeito, independentemente de considerações ligadas ao controlo da empresa, aceitar que novos accionistas venham partilhar os frutos do projecto pode ser difícil...

Por fim, é de salientar uma outra linha de raciocínio que, tendo em conta a "escassez de recursos" das Pequenas e Médias Empresas, aponta a inexistência de "capital humano"

²⁷ Cressy e Olofsson (1997b), com suporte num estudo realizado na Suécia, afirmam que a probabilidade de ocorrência deste facto é maior nas Pequenas e Médias Empresas industriais do que nas da área dos serviços.

habilitado para lidar com instrumentos financeiros complexos, como uma das causas para que os capitais externos não cheguem a ser procurados.

Apesar da riqueza e do interesse desta discussão teórica, na literatura, é evidente a falta de tratamento prático destas questões. Para Norton (1990), tal fica a dever-se a uma certa tendência da comunidade científica para associar "ciência" a "possibilidade de quantificação". Ora, tópicos, como custos de agência, custos de falência, expectativas e motivações dos empresários e gestores são dificilmente quantificáveis e, mesmo que isso fosse possível, deparar-se-ia com o problema da falta de informação sobre o tema.

4.2.3. Capitais internos

"... internal finance is critical to small entrepreneurial enterprises. Indeed, I have seen some historical accounts of the Industrial Revolution that come to this conclusion as well. This phenomenon appears to be pervasive. It seems unlikely to me that there will be any innovations in the structure of credit markets or the instruments traded therein, that will change the dominant role of internal finance in the near or medium term future."

Rosen (1998)

Abstraindo das causas do desfasamento residirem na oferta, na procura, ou em ambas (hipótese mais plausível), parece mais ou menos consensual que ele existe, pelo menos em determinadas fases do ciclo de vida de uma Pequena ou Média Empresa, com destaque para o "arranque". Sendo assim, admitindo a hipótese de a Pequena ou Média Empresa não aceder a fontes externas de capital, ela fica limitada:

- o às contribuições dos proprietários e das pessoas que lhes são mais próximas;
- o ao autofinanciamento;
- o a formas alternativas de angariar recursos - "remedeios" (*bootstrap finance*).

4.2.3.1. Contribuições do(s) proprietário(s) ou família(s)

Walker (1989) acentua que os proprietários-gestores têm informação privilegiada sobre a empresa, podendo, melhor do que ninguém, aferir das potencialidades de um investimento. Contudo, convém não esquecer que se trata do "seu" investimento, pelo que o "coração pode falar mais alto do que a razão"...

Ang (1991), por sua vez, põe em relevo a dificuldade (ou mesmo impossibilidade) de medir o custo do capital associado a estas "contribuições", factor que, por si só, compromete a aplicação de muitos dos conceitos sobre estrutura de capitais da Teoria Financeira.

4.2.3.2 Autofinanciamento

Segundo Fazzari *et al.* (1988), é natural que haja uma clara preferência pelo autofinanciamento, num enquadramento fiscal de tratamento mais favorável dos ganhos de capital do que dos dividendos (cf. 3.2.6. Impostos), por um lado, e de assimetria de informação entre a Pequena ou Média Empresa e investidores externos, pelo outro. Ainda de acordo com estes autores, pode-se ter como seguro que as Pequenas e Médias Empresas evidenciam uma maior tendência para a retenção de resultados (cf. 4.3. Política de dividendos), dada a dificuldade de acesso a fontes de financiamento externas. Não admira, pois, que Walker (1989) quantifique o peso do autofinanciamento em cerca de 50% da estrutura de capitais das Pequenas e Médias Empresas.

4.2.3.3. Remedeios...

Será que as únicas formas de conseguir os recursos necessários para o funcionamento de uma Pequena ou Média Empresa são as tradicionais fontes de financiamento? Reflectindo um pouco sobre esta questão, é evidente que o dinheiro não passa de um meio para obter recursos, não constituindo um fim em si mesmo.

Seguindo esta linha de raciocínio, Bhidé (1992), Freear *et al.* (1995) e Winborg e Landstrom (1997) "acusam" a generalidade dos autores de partilharem uma perspectiva redutora (muito centrada em aspectos financeiros), quando analisam o problema da obtenção de recursos que sustentem o funcionamento de uma Pequena ou Média Empresa. Consequentemente, argumentam que os gestores destas organizações dispõem de um manancial (tanto mais vasto, quanto maior for a criatividade) de alternativas (assentes em redes de cooperação, alianças estratégicas, relações de confiança), susceptíveis de suprir as necessidades da empresa.

"Because new firms usually have few employees and possess only limited resources, intensive networking improves their access to information, capital, personnel, raw materials or merchandise, customers and facilities..."

Sandlberg e Logan (1997)

À luz do espírito da expressão popular portuguesa "quem não tem cão, caça com gato", os autores supracitados apresentam o conceito de *financial bootstrapping*, definindo-o como o conjunto de medidas que o gestor de uma Pequena ou Média Empresa pode utilizar, com o objectivo de satisfazer uma eventual necessidade de recursos, sem usar capital externo à empresa. Deste modo, enquadrar-se-ão neste conceito, entre muitas outras, decisões do tipo:

- o pedido de empréstimo a "empresas amigas" de determinados equipamentos, para executar certos trabalhos específicos;
- o participação em projectos partilhados, seja no domínio da investigação e desenvolvimento, seja na constituição de "Centrais de Compras";

- o partilha de quadros técnicos qualificados (a contratação de profissionais ou consultores de reconhecido mérito, em exclusividade, pode estar interdita devido ao factor preço, mas ser acessível em grupo);
- o minimização do investimento em fundo de maneio, mediante o desenvolvimento de relações de confiança na cadeia de valor;
- o recurso à subcontratação de determinadas actividades;
- o compra de equipamento usado, em vez de novo;
- o tentativa de desenvolvimento do negócio através de contratos de franquia, reduzindo, desta forma, o investimento em activos fixos (como seja, em pontos de venda).

Afinal, ser empresário passa por conseguir improvisar soluções em contexto de escassez de recursos...

As alternativas expostas adquirem mais importância quando a empresa enfrenta desfasamentos do sistema financeiro, especialmente na sua fase de arranque ou de crescimento (cf. 4.2.5. Uma análise dinâmica: a "hierarquia de preferências" e o "ciclo de vida" da Pequena ou Média Empresa).

4.2.4. Abertura a capitais externos: capitais próprios *versus* capitais alheios

"When it comes to ready access to external financing, big businesses have it and small businesses don't."

Welsh e White (1981)

4.2.4.1. Capitais próprios

Admitindo que uma Pequena ou Média Empresa quer obter capitais próprios externos, ou seja, que os seus proprietários não atribuem grande importância à potencial perda de

controlo e à "diluição" dos seus interesses accionistas, é de acentuar que esse intuito é condicionado pelos problemas decorrentes da assimetria de informação, bem como pelo peso relativo dos custos de transacção.

Perante este cenário, autores, como Pettit e Singer (1985) ou Berger e Udell (1998), afirmam que as Pequenas e Médias Empresas não têm acesso facilitado aos mecanismos de subscrição pública, pelo menos por duas ordens de razões:

- O uma primeira, devida ao facto de os custos de transacção directos e indirectos²⁸ de ter uma empresa cotada serem suficientemente elevados para desmotivar estas organizações;
- O uma outra, apontada por Orser e Riding (1996), segundo a qual existe uma barreira de conhecimento que impede as Pequenas e Médias Empresas de chegarem aos mercados de capitais, muito por culpa da incapacidade patenteada pelos gestores destas organizações para perceber o funcionamento dos referidos mercados.

"When the young Alexander Graham Bell needed money in 1874 to complete his early experiments on the telephone, bank officers thought the idea of a telephone was a foolish one. The consensus was that the nation had a workable communication system in the form of telegraph and the concept of individuals communicating across great distances through speech was considered a bit extreme. Besides, Mr. Bell did not have a company with any tangible assets to provide collateral. Recognizing an opportunity, Boston attorney Gardiner Green Hubbard and Salem, Massachusetts leather merchant Thomas Sanders helped out. Later, these same two individuals put up the equity capital to start the Bell Telephone Company in Boston, Massachusetts (...) About 100 years later, in 1976, when Anita Roddich needed capital to open a second store, her bank responded that she had only been in business a few months, she had no track record and that she should wait another year. For an entrepreneur, a year is an eternity. Mrs. Roddich turned to a private investor, Ian McGlenn, who invested the 4000 pounds sterling she needed. She opened that second store and so began the development of the Body Shop, a corporation with over 700 stores today. In 1994, Jeff

²⁸ Considera-se como custo indirecto, o risco de, dada a assimetria de informação, poder existir uma subavaliação da empresa (preço da Oferta Pública de Venda inferior ao "Justo Valor"), que acaba por penalizar os accionistas iniciais. Como se compreende, este "desconto" pode comprometer o interesse por este tipo de "financiamento".

Bezos and a few employees created a web site and database in Bezos' Bellevue, Washington garage. He went looking for capital from venture capital firms but their response became a familiar one: good idea but, well, maybe later. After being introduced to some private investors, he succeeded in raising \$1.2 million from a dozen private investors. A later round of \$8 million was provided from professional venture capital funds. In May, 1997, the company, Amazon.com, the internet bookseller, completed an initial public offering, providing the investors and entrepreneurs with a handsome return."

Sohl (1999)

Sendo inacessíveis os mecanismos de subscrição pública, resta o denominador comum aos exemplos citados que, conforme salientam Binks e Ennew (1997), passam pelo capital de risco, ou seja, por:

- o **investidores particulares**²⁹: mercado "informal", muitas vezes de características locais, não intermediado, em que parte do financiamento da empresa é conseguido junto de um particular ou de um conjunto de particulares, cuja actividade é, precisamente, investir nos projectos em que acredite.
- o **empresas de capital de risco**: intermediários financeiros que, captando fundos junto de outros investidores, decidem investir em empresas não cotadas em Bolsa de Valores, "opacas" para o público em geral, mas sobre as quais são capazes de reunir e sistematizar informação que julguem necessária para avaliar um eventual investimento³⁰.

O capital de risco é muitas vezes apontado como uma ponte entre o momento em que se inicia o crescimento de uma empresa (ou seja, quando se começa a sentir a necessidade de capitais externos) e a altura da entrada no mercado de capitais (Oferta Pública de

²⁹ Tradução que se apresenta para "Business Angels".

³⁰ Curiosamente, em Portugal, até há bem pouco tempo, o conceito de capital de risco, conforme é admitido por Cortês *et al.* (1999), estava conotado com a noção de "hospital de empresas", o que é corroborado pela predominância dos sectores de actividade tradicionais (onde se destaca o sector têxtil e de vestuário), na carteira de investimentos das empresas de capital de risco. Parece, no entanto, desenhar-se uma tendência para que seja assumida a verdadeira função deste tipo de organizações, com destaque para o apoio às empresas com activos mais intangíveis (ou, como agora está em voga, "da Nova Economia").

Venda Inicial). Mason e Harrison (1995) esclarecem que a abertura do capital de uma Pequena ou Média Empresa a estas instituições significa:

- o por um lado, encontrar um parceiro mais exigente em termos de requisitos de informação e de escrupuloso cumprimento de todas as obrigações pela Pequena ou Média Empresa;
- o pelo outro, a internalização de um conjunto de competências de gestão, na Pequena ou Média Empresa³¹, a que Cressy e Olofsson (1997b) se referem como "a parte dourada de uma pílula", que consiste na perda de controlo absoluto sobre os desígnios da empresa.

As empresas de capital de risco constituem uma solução para níveis de financiamento relativamente mais elevados³² do que o recurso a investidores particulares e são uma alternativa para poucas empresas: Walker (1989) assegura que apenas 2% das propostas emanadas de Pequenas e Médias Empresas acabam num acordo de participação no capital (só têm acesso a esta alternativa de financiamento empresas com rendibilidades esperadas bastante elevadas), ao passo que Scholtens (1999), enfatizando as maiores dificuldades das empresas recém-criadas, salienta que, do total do investimento das empresas de capital de risco, apenas 12.7%, nos Estados Unidos e 7.8%, na Europa, se destinam a estas jovens organizações.

Por seu lado, o recurso a investidores particulares é uma solução mais acessível - Walker (1989) avança com uma percentagem de sucesso na casa dos 30% - e menos exigente, mas nem por isso é fácil: não se deve esquecer que pessoas com estas características não se encontram com facilidade, pelo que a actividade de busca destes potenciais investidores também envolve os seus custos. Não admira, pois, que Mason e

³¹ Costa (1995) releva que, em Portugal, os gestores nomeados pelas empresas de capital de risco "têm tido, na sua maioria, responsabilidades nas áreas financeiras ou de gestão comercial das empresas participadas, dadas as carências referidas nestas áreas de negócios das nossas empresas".

³² Binks e Ennew (1997) evidenciam que estes níveis têm de ser bastante altos, para compensar todo o trabalho de recolha e análise de informação específica sobre a empresa-alvo de financiamento. Aliás, no Reino Unido, os autores mencionam um valor mínimo de investimento na casa de GBP 250 000.

Harrison (1995) apontem, como uma das formas privilegiadas de minorar o problema do acesso das Pequenas e Médias Empresas a capitais próprios externos, a criação de canais privilegiados de comunicação entre possíveis investidores particulares e empresas em busca desse tipo de financiamento³³.

É quase desnecessário realçar que os relacionamentos entre as Pequenas e Médias Empresas e estes investidores externos estão muito sujeitos a problemas de agência e aos inerentes custos³⁴. Por isto, pelo risco do investimento e pelo facto de poder não existir (ou ser pouco líquido) um mercado secundário que permita a livre e justa transacção das acções das empresas financiadas, estes capitais são tendencialmente caros.

Assinale-se ainda a forte dependência da conjuntura dos mercados financeiros, dado que uma boa parte dos métodos de avaliação utilizados assentam em projecções de fluxos de tesouraria e posteriores comparações com valores de mercado ("múltiplos") de empresas similares. Portanto, o Capital de Risco pode não constituir uma alternativa interessante, em momentos de "depressão" das Bolsas de Valores.

Para finalizar, salogue-se que as questões associadas aos investidores particulares e ao capital de risco são áreas de investigação muito amplas que, por si só, constituem excelentes campos de investigação. Por isso, pretendeu-se fazer apenas uma referência sucinta a estes instrumentos.

³³ Note-se, como curiosidade, que o fomento dos contactos entre empreendedores e investidores ("casamento" entre ideias e capital) começa a dar origem a uma série de iniciativas curiosas: "sites" na Internet (v.g., www.businessangels.com), anúncios em jornais, reuniões promovidas por empresas especializadas (como a "First Tuesday").

³⁴ Em contradição com o exposto, e como resultado das conclusões de um estudo realizado na Suécia, Landstrom (1993) assevera não encontrar evidência de problemas de agência na relação entre Pequenas e Médias Empresas e empresas de capital de risco, defendendo, com convicção, o lado positivo e mutuamente benéfico deste tipo de relacionamento, assente na colaboração e confiança e pondo de lado a hipótese de aparecimento de "nuvens" resultantes de problemas de agência.

4.2.4.2. Capitais alheios

4.2.4.2.1. Alternativas...

Por razões em tudo idênticas às mencionadas no capítulo precedente, o acesso das Pequenas e Médias Empresas aos "mercados de subscrição pública" de financiamento por capitais alheios não é fácil. Os custos fixos de uma emissão de obrigações ou de papel comercial são elevados, pelo que estes instrumentos não estão ao alcance de qualquer empresa. Consequentemente, também aqui há uma limitação das alternativas de financiamento com que uma Pequena ou Média Empresa é confrontada. Essas diferentes possibilidades são objecto de análise nas secções subsequentes.

4.2.4.2.2. Crédito comercial

O crédito comercial consiste na concessão de facilidades de pagamento pelos fornecedores. Esta forma de financiamento, por definição, "pertence" à gestão financeira de curto prazo. Todavia, a sua utilização sistemática acaba por lhe conferir características estruturais, havendo autores, como Berger e Udell (1998), que tratam o crédito comercial no contexto da estrutura de capitais. Neste trabalho, este tema é estudado num capítulo autónomo (cf. 4.4. Gestão financeira de curto prazo).

4.2.4.2.3. Empréstimos concedidos pelo Estado

O apoio de organismos públicos às Pequenas e Médias Empresas ou às empresas de determinados sectores de actividade também é uma forma de financiamento por capitais alheios. De uma forma genérica, encaixam nesta rubrica os "subsídios reembolsáveis", ou a concessão de garantias às Pequenas e Médias Empresas, visando a obtenção de empréstimos junto das instituições financeiras, instrumentos muito comuns em "Sistemas de Incentivos ao Investimento". No caso português, no âmbito dos sucessivos

Quadros Comunitários de Apoio, consubstanciados em programas vulgarmente conhecidos por "PEDIPS"³⁵, estas formas de financiamento assumem, nos dias de hoje, alguma importância.

4.2.4.2.4. Empréstimos concedidos pelos proprietários

Nas Pequenas e Médias Empresas, este tipo de empréstimos (comumente denominados "suprimentos") deve ser considerado como quase-capital (cf. 5. Consequências das diferenças: análise e avaliação das Pequenas e Médias Empresas).

4.2.4.2.5. Financiamento bancário

Os Bancos desempenham um papel fundamental na selecção e acompanhamento das Pequenas e Médias Empresas a que concedem crédito. Na verdade, conforme é posto em relevo por autores, como Hand *et al.* (1982) ou Scholtens (1999), num contexto caracterizado por grande margem discricionária dos proprietários-gestores, os capitais externos têm que ser "fornecidos" por instituições especializadas no acompanhamento e fiscalização das actividades dos seus devedores.

Segundo Ennew e Binks (1995) ou Petty e Upton (1996), a relação entre banca e empresa passa por encontrar um correcto equilíbrio na partilha do dinheiro e do risco. Para tal, existirão dois aspectos fundamentais, analisáveis à luz da Teoria da Agência. Numa fase anterior ao nascimento da relação de crédito, é necessário reduzir o risco decorrente da assimetria de informação que favorece a Pequena ou Média Empresa em detrimento da instituição financeira (o empreendedor pode utilizar essa vantagem, com

³⁵ As duas "edições" do PEDIP (Plano Específico de Desenvolvimento da Indústria Portuguesa) foram dois, de entre vários sistemas de incentivos à economia portuguesa, que, pela sua importância e "mediatização", na linguagem corrente, acabaram por "emprestar" o nome à generalidade dos sistemas de apoio estatal à economia.

o objectivo de obter condições de financiamento que não compensem a instituição de crédito, em relação ao risco envolvido - um problema de "selecção adversa"). Depois de estabelecida a relação de crédito, as preocupações devem centrar-se na eventualidade de surgirem problemas do tipo "risco moral" (uma vez conseguido o financiamento, esse montante pode ser "desviado" para projectos que envolvam maior risco, visto que os potenciais benefícios serão absorvidos na totalidade pelos detentores do capital, ao passo que os prejuízos serão partilhados com os financiadores).

Embora os problemas supramencionados existam em qualquer relação de crédito, acontece que, quando um dos intervenientes é uma Pequena ou Média Empresa, os custos relativos das actividades necessárias para suprir ou minorar esses riscos são necessariamente mais elevados. Por outro lado, não se pode menosprezar o efeito dos custos de transacção: os custos fixos associados a todo um processo de concessão de crédito existem e, como se compreende, na perspectiva da instituição financeira, é mais dispendioso emprestar dinheiro a uma Pequena ou Média Empresa.

Perante este quadro, é natural que surjam "queixas" de prática de discriminação, pelas instituições financeiras, em relação às Pequenas e Médias Empresas. Essa discriminação³⁶ passará, inevitavelmente, ora pela simples recusa de crédito, ora pela prática de taxas de juro mais elevadas. Sobretudo esta última possibilidade encontra algum suporte em estudos empíricos:

- o Holmes e Dunston (1994), num trabalho realizado na Austrália, chegam à conclusão que as Pequenas e Médias Empresas suportam uma taxa de juro que é cerca de 2.7% superior à paga pelas Grandes Empresas, atribuindo este facto a

³⁶ Um dado que merece reflexão é referido por Audretsch e Elston (1997), que demonstram o peso elevado do financiamento bancário, na estrutura de capitais das Pequenas e Médias Empresas alemãs. Na opinião destes autores, tal facto ficará a dever-se às características do sistema financeiro alemão, que, entre outras, passam por um relacionamento muito próximo da banca com as empresas, traduzido na participação activa daquelas instituições financeiras na gestão das organizações às quais emprestam dinheiro. Com este procedimento, não há dúvida que a assimetria de informação se reduz e deixa de haver razões para discriminar.

um problema de "custos de transacção" e não, propriamente, a um "prémio de risco";

- o Burke (1999) refere que a margem paga pelas Pequenas e Médias Empresas é o dobro da suportada pelas Grandes Empresas, explicando a evidência como um "prémio de risco".

Independentemente destes problemas, Ang *et al.* (1995) e Meyer (1998) salientam que a principal fonte de capitais alheios para uma Pequena ou Média Empresa são os Bancos, o que confere primordial importância à análise dos diversos mecanismos que podem ser utilizados para suprimir ou minorar os problemas que, até aqui, têm sido enunciados - actividade em que o trabalho de Berger e Udell (1998) se destaca.

A) Concessão de garantias (reais ou pessoais)

Este tema, objecto de estudo de vários autores, como Ang (1991, 1992), Ang *et al.* (1995), Ennew e Binks (1995, 1997), Binks e Ennew (1996, 1997), ou Berger e Udell (1998), desempenha um papel nevrálgico em Finanças de Pequenas e Médias Empresas.

A existência de garantias associadas a um empréstimo constitui uma forma de atenuar problemas de agência, contribuindo, também, para a redução dos próprios custos de financiamento. Leeth e Scott (1989)³⁷ justificam esta ideia, referindo: a diminuição de incentivos à substituição de activos (passa a haver uma co-responsabilização pelo risco), uma inferior probabilidade de não investimento e a menor necessidade de incorrer em custos de agência (decorrentes da prestação e obtenção de informação).

³⁷ Leeth, J. D. e Scott, J. A. (1989), "The Incidence of Secured Debt: Evidence from Small Business Community", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 24, Nº 3, pp. 379-394. Referido por Ang *et al.* (1995).

Com efeito, se é certo que uma garantia real interna apenas define uma hierarquia entre credores, não deixa de ser verdade que garantias reais externas (por exemplo, a casa particular de um dos proprietários) ou garantias pessoais (tais como o aval de um sócio ou accionista) constituem um forte incentivo para que o proprietário-gestor não coloque em causa os interesses do credor, uma vez que, de forma indirecta, pode estar a alargar a possibilidade de falência da empresa à eventualidade de insolvência pessoal (cf. 3.2.5. Custos de falência).

Para além dos aspectos aludidos, para uma instituição financeira, os bens que, regra geral, garantem um financiamento, são de mais fácil valorização do que a empresa (particularmente, no caso de um Activo constituído, na sua maioria por bens intangíveis). Desta forma, alguns dos custos de intermediação financeira (avaliação e acompanhamento da empresa) também podem ser reduzidos.

É ainda de assinalar que o simples facto de uma Pequena ou Média Empresa estar disposta a associar a concessão de garantias a um pedido de empréstimo é um "sinal" de envolvimento e crença no projecto que se visa financiar (cf. 3.2.3. "Sinais" e reputação).

Curiosamente, Berger e Udell (1998) inferem que, nos Estados Unidos, as Pequenas e Médias Empresas mais predispostas a conceder garantias são as mais pequenas, as mais recentes e as que têm menos activos tangíveis (e, portanto, mais "opacas" para os olhos dos potenciais financiadores), sem esquecer as que são detidas por proprietários de património mais valioso³⁸. Paralelamente, Ang *et al.* (1995) corroboram que as empresas mais rentáveis não estão tão disponíveis para a concessão de garantias, ora porque o seu bom desempenho demove o financiador deste tipo de exigências, ora porque os fundos resultantes

³⁸ Este último caso é um exemplo claro das influências recíprocas entre a esfera patrimonial da empresa e a do seu proprietário (cf. 3.1.4. A sobreposição entre "esfera pessoal" e "esfera empresarial").

dessa maior rendibilidade fazem com que os capitais externos deixem de ser necessários.

Perante estas circunstâncias, conclui-se que as garantias (sejam elas reais ou pessoais) desempenham um papel crucial na relação entre uma Pequena ou Média Empresa e um banco comercial, constituindo, inúmeras vezes, a diferença entre obter ou não crédito³⁹. Não tanto pelo valor de liquidação dos bens, em caso de incumprimento, mas antes pelos inconvenientes que a perda de bens pessoais acarreta, a verdade é que as garantias são uma peça fundamental nas relações de crédito que envolvem Pequenas e Médias Empresas⁴⁰. O reconhecimento desta realidade leva a que, na generalidade dos países europeus, existam "Sistemas de Cauçionamento Mútuo", ou seja, mecanismos associativos que permitem às Pequenas e Médias Empresas ultrapassar o problema da dimensão e conseguir acesso a mais crédito, em melhores condições, beneficiando da redução (diversificação) do risco das instituições financeiras.

B) Celebração de convénios

Uma prática a que os intermediários financeiros recorrem, para minorar as suas dificuldades de relacionamento com as Pequenas e Médias Empresas, consiste na negociação de convénios que obrigam (afirmativos) ou proíbem (negativos) certos actos. Assim, e a título de exemplo, esclareça-se que, em determinados contratos de financiamento, a margem de actuação da Pequena ou Média Empresa pode ser condicionada:

³⁹ Esta ideia parece "encaixar como uma luva", no sistema financeiro português.

⁴⁰ Ang *et al.* (1995) dão-nos a indicação que, nos Estados Unidos da América, cerca de 80% do crédito (em valor) concedido a Pequenas e Médias Empresas envolvem um qualquer tipo de garantia. Num outro estudo, efectuado no mesmo país, Petty *et al.* (1997) concluem que, em 96% dos casos, os bancos consideram necessária a prestação de garantias e os empresários manifestam uma acentuada tendência para evitar concedê-las.

- o pela obrigação de apresentar "Relatórios e Contas" com uma certa periodicidade e com garantia de qualidade (através da certificação por um auditor externo), manifestando o cumprimento de alguns indicadores (como, por exemplo, a Autonomia Financeira⁴¹)⁴²;
- o pela impossibilidade de alterar a sua estrutura de propriedade ou a sua estratégia, sem a prévia autorização do credor;
- o pela não autorização de distribuição de dividendos;
- o pelo impedimento de ajustar os salários da Administração ou Gerência.

Não obstante a diversidade de formas que estes convénios podem assumir, Petty e Upton (1996) salientam a quase omnipresente exigência de manutenção de um nível mínimo de Autonomia Financeira, como forma de assegurar o envolvimento dos promotores do projecto na busca do seu sucesso (cf. 3.2.3. "Sinais" e reputação).

C) Relacionamento banca-empresa

"Small business owners and their stakeholders (local bankers, suppliers, customers and employees) also have more intimate knowledge of each other. This knowledge, which transcends formal financial reports, allows greater flexibility in adjusting the terms of the informal relationships."

Ang (1992)

Embora as Pequenas e Médias Empresas defrontem obstáculos na obtenção dos fundos de que necessitam para o desenvolvimento da sua actividade, não é forçoso que a sua posição perante os intermediários financeiros seja de dependência ou fraqueza. Com efeito, o desenvolvimento de relações de

⁴¹ A Autonomia Financeira é um rácio que consiste na divisão dos Capitais Próprios pelo Total do Activo, sendo interpretado como um indicador do grau de envolvimento dos sócios ou accionistas com a empresa.

⁴² Há que ressaltar, porém, que muitas das Pequenas Empresas não têm dimensão suficiente para suportar o custo de auditorias às suas Demonstrações Económico-Financeiras. Consequentemente, restrições e obrigações deste género podem não ser de fácil implementação, pelo que só serão eficazes nas relações entre a Banca Comercial e as Médias Empresas.

confiança entre a empresa e o potencial financiador é uma outra possibilidade de ligação entre estas duas entidades, susceptível de facilitar a concessão de crédito, em melhores condições.

É certo que para um jovem (no sentido de "recente") empreendedor, por razões óbvias, este não é um "instrumento" à disposição⁴³. Porém, à medida que o tempo vai passando, há uma série de comportamentos e atitudes do(s) líder(es) de uma Pequena ou Média Empresa, tendentes a criar um "bom ambiente" no relacionamento com a instituição de crédito. Tal poderá passar:

- o pelo fomento de contactos pessoais e frequentes (reuniões, almoços, festas e outras ocasiões de convívio social), entre a empresa e o banco;
- o pelo fornecimento de informação rigorosa e pormenorizada sobre as actividades da empresa;
- o pelo cumprimento sucessivo de todas as obrigações que a empresa assumiu (criação de uma boa reputação);
- o pela ligação do património pessoal dos proprietários e gestores à mesma instituição financeira;
- o pela centralização do recurso aos diversos produtos e serviços financeiros numa única instituição, mostrando que se abdica de eventuais efeitos benéficos da concorrência, em favor da construção de uma relação sólida.

Do lado da instituição financeira, o contributo para um bom relacionamento manifestar-se-á através:

- o da demonstração sistemática de interesse na evolução dos negócios da empresa;

⁴³ Petty *et al.* (1997), no estudo já anteriormente referido, chegam à conclusão que os bancos têm relutância em conceder crédito a empresas novas, quando o reembolso do empréstimo fica dependente do sucesso do projecto.

- o da tentativa de responder, de forma eficaz, a todas as solicitações em matéria financeira⁴⁴;
- o do apoio financeiro em situações de dificuldade da empresa, com destaque para as decorrentes de restrições nas políticas de crédito, ditadas por factores de natureza macroeconómica ou política (provando, assim, o reconhecimento da existência de "clientes especiais")⁴⁵;
- o da não exploração comercial da situação de "fornecedor único" em que, eventualmente, a Pequena ou Média Empresa se tenha colocado, por vontade própria.

Se, pelo menos alguns destes factores forem conjugados, pode criar-se um "ciclo virtuoso" de confiança e conhecimento mútuo (veja-se que, no fundo, o elemento-chave deste relacionamento é a comunicação), benéfico para ambas as partes. Tal como é explicado por Bornheim e Herbeck (1998), isso acontece, porque:

- o na perspectiva do intermediário financeiro, há uma clara redução do risco (o melhor conhecimento da empresa e do empresário faz com que a assimetria de informação diminua, o que permite uma escolha mais fácil entre "bons" e "maus" projectos) e uma melhor defesa face às "investidas" da concorrência (por um lado, há uma fidelização do cliente⁴⁶ e, pelo outro, a instituição financeira vai construindo

⁴⁴ A este propósito, e recorrendo, mais uma vez, às conclusões do interessante estudo de Petty *et al.* (1997), será curioso pôr em relevo que os profissionais da banca tendem a avaliar o Relacionamento Banca-Empresa de forma mais positiva do que os empresários. Não admira, pois, que 92% dos profissionais da banca acreditem que "acrescentam valor" à empresa, para além do simples empréstimo de dinheiro, ao passo que só 50% dos empresários partilham esse ponto de vista. Em paralelo, 96% dos profissionais da banca assumem, como algo que integra a sua missão, o propósito de ajudar a empresa a atingir os seus objectivos em matéria financeira, o que só é reconhecido por 63% dos empresários, convencidos que os profissionais da banca manifestam demasiada preocupação com os "números" e pouco interesse na actividade da empresa.

⁴⁵ Petty e Upton (1996) são de opinião que os pequenos e médios empresários têm receio de que os bancos só estejam presentes nos "bons momentos" e que desapareçam quando são realmente precisos...

⁴⁶ Na perspectiva bancária, esta fidelização é uma "barreira à saída", tanto maior, quanto mais longa for a duração do relacionamento.

- informação, de carácter exclusivo, sobre a empresa, o que, conforme denota Rosen (1998), constitui uma importante vantagem competitiva);
- O do lado da Pequena ou Média Empresa, as eventuais dificuldades de financiamento são mitigadas, passando a existir, na instituição financeira, um "parceiro de negócios", do qual é lícito esperar algum apoio. Podem, assim, deixar de ser exigidas garantias reais ou pessoais, facto que, chegando ao conhecimento público, se traduz num excelente sinal sobre a Pequena ou Média Empresa.

De um ponto de vista teórico, o "mecanismo" exposto tem todas as razões para funcionar. E na prática, será assim? Berger e Udell (1998) apresentam, propositadamente, duas evidências contraditórias:

- O concluem que os grandes Bancos Comerciais, instituições que desenvolvem relações mais "impessoais" com as Pequenas e Médias Empresas suas clientes, cobram taxas de juro mais baixas (cerca de 1%) e requerem menos garantias do que os Bancos que desenvolvem a sua actuação tendo por base o "cultivo" de relações de confiança... Note-se, no entanto, que este facto pode ficar a dever-se à possibilidade de obtenção de fundos, no mercado monetário interbancário, em condições mais competitivas;
- O enfatizam que, na sequência de processos de concentração bancária (em que é natural a quebra de alguns laços de relacionamento, fruto de reestruturações internas e reafecções de efectivos), o número de Pequenas e Médias Empresas às quais são concedidos empréstimos tende a reduzir-se, ou seja, há empresas que deixam de interessar, como clientes⁴⁷.

Por seu turno, Petersen e Rajan (1994) realçam que as empresas que concentram os seus "relacionamentos financeiros" em muito poucas instituições beneficiam de taxas de juro significativamente mais baixas e de uma maior facilidade de obtenção de crédito. Estes mesmos autores aventam a hipótese de o número de instituições financeiras com que uma Pequena ou Média Empresa trabalha reflectir a sua "qualidade financeira": ser cliente de mais uma instituição de crédito pode significar que a capacidade de endividamento já atingiu o limite nas outras.

Na teoria, como é patente, não existe consenso sobre os efeitos dos relacionamentos entre a banca e as empresas. Mas, na prática, também não... Parece que a ocorrência de benefícios provenientes destes relacionamentos está intimamente associada ao meio cultural a que se reporta. Assim, diferenciam-se:

- o países (v.g., Estados Unidos da América) em que, por um lado, há maior concorrência bancária, mas, por outro, existe melhor conhecimento específico dos empresários e das empresas;
- o países (v.g., os Europeus) em que, havendo menor concorrência, se incorre em custos relativamente mais elevados para fomentar e sustentar este tipo de relacionamentos.

Em Portugal, tendo em conta as características da população, existe um amplo espaço para cultivar relações deste tipo⁴⁷. Vieira (1999) fez um estudo destas relações, na perspectiva dos clientes, afirmando que "os responsáveis das Pequenas e Médias Empresas portuguesas, ao demonstrarem particular apetência pela personalização das relações, insistem na ideia de que o negócio bancário

⁴⁷ Esta ideia também é partilhada por Meyer (1998), embora o autor preveja que outras instituições financeiras, de menor dimensão, vão "agarrar esses clientes desprezados", numa prova de bom funcionamento do mercado.

⁴⁸ O exposto pode parecer um preconceito, mas assenta quer na experiência profissional, quer em contactos informais, com Gestores de Cliente, na Banca e com Directores Financeiros de Pequenas e Médias Empresas.

sempre foi, e continuará a ser, um negócio de pessoas". Este autor chama a atenção para as vantagens destes relacionamentos, sobretudo num período de elevada concorrência "via preço".

Em resumo, o equilíbrio que se gera entre o factor concorrência e os custos de transacção ditará o interesse nos relacionamentos banca-empresa. Note-se, na esteira de Nolan e Patton (1999), que a intensificação da concorrência no sector da banca e o enorme crescimento do número de Pequenas e Médias Empresas tornam cada vez mais difícil a manutenção deste tipo de relações e conduzem, tendencialmente, a um serviço uniforme (de preferência, eficiente e barato). Porém, mesmo nesta conjuntura, mantêm-se ideias, como a de Meyer (1998), que defende a importância passada, presente e futura destes relacionamentos, apesar das mudanças tecnológicas e institucionais que venham a ocorrer.

D) Desenvolvimento e manutenção de uma boa reputação

"...reputation is important, because it becomes a valuable asset worth protecting."

Diamond (1989)

Num plano mais genérico do que a existência de um bom relacionamento entre banca e empresa, autores, como Diamond (1989), Ang (1991, 1992), Vilabella e Silvosa (1997), ou Scholtens (1999), equacionam a importância da criação e manutenção de um "bom nome", ao longo de sucessivas relações de crédito.

Com efeito, é de admitir que a possibilidade da instituição financeira efectuar uma "selecção adversa" seja menor, se uma empresa tiver um historial de escrupuloso cumprimento das obrigações decorrentes de contratos de financiamento. Nestas circunstâncias, os intermediários financeiros estarão dispostos a conceder mais crédito, em melhores condições.

Assinale-se, todavia, que, ao aceitar a importância deste factor, deve-se ter presente que, na prática, se está a pressupor a existência de discriminação em relação às novas empresas que, naturalmente, não têm (ainda?) este "activo". Assim, é de crer que estas organizações têm acesso a menos crédito e com custos mais elevados - uma evidência de falha no sistema financeiro, com origem no lado da oferta de fundos.

A nível empírico, o grande problema que se coloca, ao tentar comprovar a importância do "factor reputação", consiste na operacionalização desta variável⁴⁹.

4.2.4.2.6. A locação financeira e operacional

Quando se compara a importância actual, em termos práticos, da locação financeira ("leasing") ou operacional, para as Pequenas e Médias Empresas, com a atenção que lhe é dirigida pela investigação académica, chega-se à conclusão que esta última é inferior à primeira, existindo mesmo uma enorme discrepância. De facto, são poucos os autores que, ao analisar o financiamento das Pequenas e Médias Empresas tecem reflexões de carácter técnico sobre estas alternativas de financiamento.

As causas para a situação descrita poderão residir no facto de, para as Finanças Empresariais, em termos teóricos, a locação financeira (e mesmo a operacional) não ser muito diferente de um qualquer financiamento bancário, acompanhado de uma garantia real. Conforme é salientado por McMahon *et al.* (1993), as diferenças estarão no factor preço e, principalmente, na disponibilidade. Com efeito, para muitas Pequenas e Médias Empresas, parece ser bem mais fácil conseguir adquirir bens em regime de locação, do que obter financiamento bancário.

⁴⁹ Por exemplo, Vilabella e Silvosa (1997) tentam quantificar a importância da reputação, utilizando o número de anos decorridos desde a última alteração do pacto social. Não foi encontrada uma relação estatisticamente significativa.

Apesar do exposto, não deixam de merecer destaque algumas das vantagens que as Pequenas e Médias Empresas podem retirar da utilização destes produtos financeiros, nomeadamente:

- o a fuga à necessidade de angariar avultados montantes de capital para financiar o investimento em activos fixos;
- o o quase automático cumprimento da "regra de correspondência temporal" entre activos fixos e passivos de médio e longo prazo (cf. 4.2.4.2.7. A tendência para o endividamento de curto prazo);
- o uma maior disponibilidade dos proprietários-gestores para a gestão das actividades operacionais, resultante de uma maior simplicidade da gestão financeira, quando se recorre a estes contratos.

4.2.4.2.7. A tendência para o endividamento de curto prazo

"...the old bromide that you do not use short-term debt to finance fixed assets is nonsense in small, privately held companies. In a growth spurt, these organizations get capital any way they can and use it any way they need to."

Levin e Travis (1987)

A primeira explicação para a existência de uma certa tendência das Pequenas e Médias Empresas para o endividamento de curto prazo é apontada, de forma clara e directa, na frase citada. Na verdade, admitindo que há dificuldades de obtenção de capitais externos, para financiar as actividades da empresa, não se pode "perder tempo" a pensar nas regras de uma sã gestão financeira.

A ideia anterior constitui uma explicação pragmática e aceitável, mas não é a única possível. De facto, consoante tem sido referido, ao longo deste trabalho, os problemas de agência, decorrentes da assimetria de informação, afectam o nascimento de uma relação de financiamento com recurso a capitais alheios. Ora, no sentido de minorar ou contornar problemas deste cariz, uma das soluções possíveis é a criação de condições que obriguem a um contacto periódico e sistemático entre a Pequena ou Média Empresa

e o credor. Isto implica derrogar um princípio quase "sagrado" na gestão financeira: a existência de uma correspondência entre a estrutura temporal das origens e das aplicações de fundos ("regra da correspondência temporal"). Assim, por forma a incentivar contactos e avaliações mais frequentes e evitar a necessidade de apresentar garantias adicionais, Pequenas e Médias Empresas e intermediários financeiros poderão optar pelo endividamento de curto prazo, em detrimento do de médio e longo prazo⁵⁰, tendência já citada no trabalho pioneiro de Walker e Petty (1978).

Esta opção pelo recurso ao endividamento de curto prazo, em sistema de renovação periódica, violando a "regra da correspondência temporal", apresenta três grandes riscos, enumerados por Viscione (1986):

- o risco de taxa de juro: no momento da renovação do empréstimo, a taxa de juro pode estar a níveis significativamente mais altos⁵¹;
- o risco de refinanciamento: há sempre a possibilidade de o financiador optar por cessar a relação de crédito, o que pode deixar a Pequena ou Média Empresa em situação difícil. Esta questão é tanto mais importante, quanto é sabido que empresários e financiadores têm uma diferente percepção do risco, podendo estes últimos "assustarem-se" com acontecimentos que, para os primeiros, não passam de acidentes conjunturais;
- o risco de perda de autonomia: aparecendo a Pequena ou Média Empresa em posição de inferioridade, perante a instituição de crédito, corre o risco de perder autonomia, seja pela exigência de garantias pessoais, seja por uma maior interferência na condução dos negócios.

⁵⁰ Esta ideia não é partilhada por Chung (1993), que conclui que quanto maior for a empresa, menor é o nível de endividamento de longo prazo e maior o endividamento de curto prazo. A justificação baseia-se na possibilidade dos custos de acesso aos dois tipos de financiamento serem influenciados pela dimensão. É este o caso de uma emissão de "Papel Comercial", que é um instrumento de endividamento de curto prazo tendencialmente mais barato, mas só ao alcance das maiores empresas.

⁵¹ Acentue-se que, não raras vezes, os empréstimos a médio e longo prazo estão associados a um indexante, pelo que a taxa de juro também é variável. Existe é uma maior certeza quanto aos momentos de cálculo da taxa de juro, o que permite tomar outro género de medidas, susceptíveis de reduzir ou eliminar este risco (é o caso do recurso a produtos financeiros derivados).

As empresas que, apesar destes riscos, enveredam por esta forma de financiamento, devem, então, ter uma "almofada de segurança" (por exemplo, o património do proprietário), sob pena de verem a continuação da sua actividade inviabilizada, por questões de natureza conjuntural. É certo que não respeitar "a regra da correspondência temporal" supracitada pode não ser a causa de eventuais problemas, mas agravará demasiado uma posição que, *de per si*, já seria delicada. É que, perante as dificuldades, nem sempre se tomam (ou podem tomar) as decisões mais correctas.

É curioso pensar que o cumprimento da "regra da correspondência temporal" também pode servir de justificação para uma preferência pelo endividamento de curto prazo. Efectivamente, pelo menos nas Pequenas e Médias Empresas voltadas para o objectivo "sobrevivência", haverá uma propensão para privilegiar projectos de baixo risco, com um curto período de recuperação do investimento. Logo, não existirá espaço para endividamento de médio e longo prazo...

Em jeito de conclusão, e sem saber se este facto é causa ou consequência do exposto, é incontestável que, ao longo do tempo, há uma tendência, reconhecida, entre outros, por Walker (1989) e Hutchinson (1995), para a taxa de juro de curto prazo ser mais baixa que a de longo prazo.

4.2.4.3. Capitais próprios ou capitais alheios?

"What is clear is that the optimal level of debt and equity in a smaller firm is more than likely a function of the characteristics of the firm and its managers."

Pettit e Singer (1985)

Começando pelos autores que defendem uma certa aversão das Pequenas e Médias Empresas aos capitais alheios, encontra-se McConnell e Pettit (1984), Norton (1990), Wijst e Thurik (1993), Chaganti *et al.* (1995), Vilabella e Silvosa (1997), ou ainda Michaelas *et al.* (1999), a admitir a eventualidade de uma menor importância da poupança fiscal associada aos juros, factor frequentemente apontado como uma das

vantagens do recurso a esta forma de financiamento (cf. 3.2.6. Impostos). Esta menor importância decorrerá dos seguintes pontos:

- o as Pequenas e Médias Empresas tendem a ser menos intensivas em capital e menos rentáveis do que as Grandes Empresas. Como se compreende, a poupança fiscal só tem alguma utilidade, no caso do Resultado Antes de Impostos e Encargos Financeiros ser superior aos custos financeiros, o que acontece menos vezes nas Pequenas e Médias Empresas do que nas Grandes Empresas, pelo que Vilabella e Silvosa (1997) acentuam o carácter incerto da efectiva obtenção desta poupança fiscal;
- o as taxas de imposto a que as Pequenas e Médias Empresas estão sujeitas podem ser mais baixas (cf. 3.2.6. Impostos);
- o uma Pequena ou Média Empresa tem possibilidade de aproveitar "produtos substitutos da poupança fiscal" associada ao endividamento, em disposições legais do tipo "crédito fiscal ao investimento", instrumentos que podem ser especificamente desenhados para favorecer estas organizações;
- o as Pequenas e Médias Empresas dispõem de alguma flexibilidade na "construção" das suas demonstrações de resultados (cf. 5. Consequências das diferenças: análise e avaliação das Pequenas e Médias Empresas).

McConnell e Pettit (1984) e Wijst e Thurik (1993) avançam com outros factores (fora do âmbito fiscal), susceptíveis de tornar a "atração" pelo capital alheio, nas Pequenas e Médias Empresas, menos intensa do que nas Grandes Empresas:

- o os custos de falência são, em termos relativos, mais elevados para as Pequenas e Médias Empresas, o que pode tornar-se um factor desincentivador do endividamento;
- o sob o ponto de vista de agência, os respectivos custos assumem uma proporção mais elevada, face à dimensão da empresa. Merecem destaque especial, os custos necessários para "produzir informação";

- O na perspectiva da Teoria dos Sinais, há que focar o custo mais elevado de qualquer actividade de sinalização aos potenciais interessados na empresa (cf. 3.2.3. "Sinais" e reputação).

Não obstante os factos até aqui explanados, a ideia de um menor recurso ao capital alheio não é a que colhe mais aceitação, até porque contraria a generalidade dos estudos empíricos, a começar pelo de Walker e Petty (1978). Nesta linha de pensamento, Hutchinson (1995) apresenta uma série de factores que conduzem uma Pequena ou Média Empresa a preferir capital alheio, quando envereda pela abertura a capitais externos: para além de reiterar o interesse na poupança fiscal anteriormente citada, o autor acrescenta o facto de os capitais alheios terem melhores formas de suprir os problemas de assimetria de informação (sobressaindo o "acompanhamento" por garantias), o que os torna mais baratos do que os capitais próprios.

É sabido, também, que o próprio recurso a capitais alheios é, em si mesmo, um factor indutor de risco na empresa. Portanto, terão maior margem para recorrer a capital alheio as empresas com um peso dos custos fixos (alavancagem operacional) mais baixo, hipótese aventada e comprovada por Chung (1993). Ora a generalidade das Pequenas e Médias Empresas apresenta características trabalho-intensivas, logo custos mais flexíveis, pelo que aqui reside mais uma justificação para um maior recurso a capital alheio⁵².

Tendo por base este argumento, uma série de autores, tais como Wijst (1989), Constand *et al.* (1991), Chung (1993), Scherr *et al.* (1993), entre outros, coloca uma grande ênfase na composição do activo como factor explicativo da "construção" da estrutura de capitais. Resumidamente, pode dizer-se que, quanto maior for a percentagem do valor da empresa relativa a activos intangíveis (projectos de Investigação e Desenvolvimento,

⁵² Pelo contrário, as Grandes Empresas, sujeitas a uma alavancagem operacional elevada, optarão por emissões de capital próprio, como forma de não aumentarem o risco.

oportunidades de crescimento, entre outros)⁵³, menor será a sua capacidade de endividamento, quer em termos de volume de crédito, quer no que respeita às condições de financiamento obtidas. Esta limitação faz-se sentir, sobretudo, na fase de arranque destas organizações, momento em que a assimetria de informação face ao exterior está no seu auge.

Ainda ao nível financeiro, há uma questão paradoxal, já mencionada noutro contexto: a opção entre capitais próprios e capitais alheios pode ser condicionada pelo nível de rentabilidade da empresa, conforme é demonstrado pelo estudo de Constand *et al.* (1991). Uma empresa lucrativa dá ao mercado um sinal (cf. 3.2.3. "Sinais" e reputação) de que pode constituir um bom investimento para um potencial financiador. Contudo, e como certificam Vilabella e Silvosa (1997), são precisamente estas empresas mais rentáveis que têm maior potencial de autofinanciamento e que, por isso mesmo, poderão estar em condições de "rejeitar" a possibilidade de recurso a capitais alheios.

É também necessário ponderar nos factores exteriores à empresa, que podem influenciar, em muito, a escolha do tipo de financiamento. Assim, Norton (1991) assinala as oportunidades resultantes do funcionamento dos mercados de capitais, como elemento a considerar: os capitais próprios são extremamente atractivos, em situações de entusiasmo com Ofertas Públicas de Venda, mas, quando o mercado de capitais está "em depressão", já não se pode dizer o mesmo...

Os condicionalismos que envolvem a definição da estrutura de capitais de uma Pequena ou Média Empresa não são só de natureza financeira. A corroborá-lo, surgem as seguintes posições de Ang (1991) e de Chaganti *et al.* (1995):

- O o primeiro salienta a "forma" da organização e o seu efeito na definição da estrutura de capitais de uma Pequena ou Média Empresa. Por esta razão, é lógico que, nas sociedades de pessoas, se evite o recurso a capitais alheios, visto que

⁵³ Ou seja, empresas "do conhecimento", ou "da Nova Economia".

estes podem agravar os (já suficientes) problemas de agência; de maneira diversa, numa empresa franqueada, é muito mais natural ver estruturas "assentes", quase em exclusividade, em capital alheio, dado o "conforto" que a presença de um franqueador (acima de tudo, se for um "nome sonante") significa, para quem oferece fundos;

- o já os segundos defendem que a estrutura de capitais pode ser muito influenciada pelas perspectivas sobre a evolução dos negócios: em "clima" de optimismo, optar-se-á por capital próprio, de preferência interno; em momentos de pessimismo, recorrer-se-á, então, ao capital alheio.

Procurando resumir o ponto de vista da Pequena ou Média Empresa, está-se perante uma decisão que não é mais do que um conflito entre rendibilidade e risco: os capitais alheios, *a priori*, terão um impacto positivo na rendibilidade. Porém, na perspectiva da empresa, uma maior alavancagem financeira faz aumentar o risco. Ora, estando em causa não só o património da empresa, como, muito provavelmente, o património pessoal, haverá um ponto em que, ou se deixa de investir, ou então, ter-se-á que recorrer a capitais próprios externos (cf. 4.2.5. Uma análise dinâmica: a "hierarquia de preferências" e o "ciclo de vida" da Pequena ou Média Empresa). Neste âmbito, segundo evidenciam Levin e Travis (1987), Ang (1991), Norton (1991), ou ainda Petty e Bygrave (1993), factores, como preferências, crenças, objectivos, expectativas ou a atitude perante o risco do proprietário-gestor, desempenham um papel decisivo.

Para finalizar, refira-se que, no caso português, parece existir um relativo equilíbrio entre as fontes de financiamento, o que é confirmado pela opinião de Franco (1999), quando põe em relevo que "o autofinanciamento constitui a principal fonte de financiamento do investimento das Pequenas e Médias Empresas. O crédito bancário é a segunda (...) mais utilizada, sobretudo para as empresas com menos de 50 trabalhadores."

4.2.5. Uma análise dinâmica: a "hierarquia de preferências" e o "ciclo de vida" da Pequena ou Média Empresa

A conjugação das razões ligadas ou à procura ou à oferta de fundos faz com que alguns autores, como Reid (1996), Chittenden *et al.* (1996), Cressy e Olofsson (1997a), ou Osteryoung *et al.* (1997), considerem que a estrutura de capitais das Pequenas e Médias Empresas possa ser vista como um campo privilegiado de aplicação de uma teoria de "Hierarquia de preferências" semelhante à sustentada por Myers (1984). De uma forma muito sintética, é possível dizer que, de acordo com este autor, as empresas, reflectindo sobre os custos envolvidos⁵⁴, terão tendência a preferir fundos gerados internamente, face às fontes externas de financiamento e, dentro destas últimas, optarão pelo recurso ao endividamento, em detrimento de capitais próprios.

Apesar de Myers ter desenvolvido esta teoria para empresas cotadas em Bolsa de Valores, foram realizados vários trabalhos (cf. 4.2.6. Resultados de alguns estudos empíricos) demonstrativos da possibilidade (e da conveniência) de estender os seus fundamentos às Finanças de Pequenas e Médias Empresas. De modo que, o estudo original foi complementado por Ang (1991) e por Landstrom e Winborg (1995), entre outros, que preconizam uma adaptabilidade constante⁵⁵ dos gestores à situação em que se encontram. Por conseguinte, a hierarquia de preferências não será estática: dando atenção a razões de ordem estrutural ou conjuntural, os gestores escalonam as várias alternativas de financiamento por ordem diversa, em diferentes momentos do tempo. Por exemplo, se a empresa estiver em dificuldades, é mais fácil encontrar proprietários-gestores dispostos a abdicar do controlo absoluto da sua empresa, "abrindo as portas" à entrada de fundos externos.

⁵⁴ Entenda-se "custos" em sentido amplo, englobando não só os de natureza monetária, mas também outros aspectos de cariz qualitativo, como a potencial perda de controlo absoluto sobre os desígnios da empresa.

⁵⁵ Tradução que se apresenta para a expressão "Muddling Through Approach" de Landstrom e Winborg (1995).

"The goals and the means are continuously developed and changed on the basis of gained experience... this adaptative behaviour is very suitable in situations where the environment is rather complex and changeable..."
Landstrom e Winborg (1995)

A definição da estrutura de capitais de uma Pequena ou Média Empresa consistirá, então, em traçar uma linha em zigzag, resultante de sucessivas adaptações da empresa aos condicionalismos internos e à envolvente externa.

Integrando esta sequência, Walker (1989) e Berger e Udell (1998) sugerem que as Pequenas e Médias Empresas evoluem num "ciclo de vida financeiro", ao longo do qual as necessidades e as alternativas de financiamento vão mudando.

Na sua "infância", uma empresa atravessa uma fase de investigação e desenvolvimento dos seus produtos ou serviços, procura criar um conceito, faz prospecções de mercado. Por isso, produz em pequena escala e o seu esforço de "marketing" é limitado. Em resumo, os activos são, na sua maioria, intangíveis, pelo que a empresa é "opaca" para os observadores externos. Neste quadro, o financiamento da Pequena ou Média Empresa terá que se limitar:

- o a contribuições e empréstimos dos sócios, dos familiares, dos amigos (fontes de capital "informais"⁵⁶), não devendo ser negligenciado o crédito comercial;
- o ao autofinanciamento (retenção dos lucros gerados, se os houver);
- o a entradas de capital de investidores privados que acreditem na viabilidade do negócio que se está a desenvolver;
- o à falsa alternativa de recurso aos intermediários financeiros: dada a assimetria de informação típica desta fase, o financiamento bancário só é

⁵⁶ Esta dependência de fontes informais de capital tem dado origem a alguns estudos que procuram averiguar em que medida é que o acesso à "profissão" de empresário se processa em condições de igualdade: efectuem-se, assim, comparações "Homens versus Mulheres"; "Branços versus Outras Etnias"; "Ricos versus Pobres". Nesta área, são significativos os trabalhos de Scherr *et al.* (1993), Cavalluzzo e Cavalluzzo (1998), Coleman e Cohn (1998), ou de Haynes e Haynes (1999).

acessível, de facto, quando acompanhado de garantias pessoais dos sócios, pelo que, na prática, em termos económicos, acaba por redundar numa contribuição destes últimos (como tal, não é uma alternativa *de per se*). Mais uma vez, é patente um caso de interdependência entre a "esfera pessoal" e a "esfera empresarial".

Conseguir crescer (avançar para actividades de produção e de "marketing", em larga escala) significa entrar numa segunda fase deste "ciclo de vida". Aqui, surge a possibilidade de aceder, de forma efectiva, a financiamento intermediado, até porque, por um lado, como informa Walker (1989), já existe um historial de demonstrações financeiras, capaz de consubstanciar "matéria-prima" para alimentar os sistemas normais de selecção e avaliação que os intermediários financeiros utilizam; por outro, conforme aventa Scholtens (1999), alguma da incerteza já se dissipou. É neste momento que se perfilam:

- O em primeiro lugar, as questões relacionadas com as potenciais perdas de controlo e de independência resultantes da abertura a capitais externos (alheios ou próprios) - lembre-se, a este propósito, que "não ter que dar satisfações a ninguém" é uma das principais motivações para a constituição de uma pequena empresa;
- O posteriormente, todos os "prós" e "contras" inerentes à opção entre capitais alheios (bancos) e capitais próprios externos (capital de risco).

De uma forma genérica, é evidente que ao decidir "abrir o capital", verificar-se-á uma tendência para as empresas com activos mais tangíveis recorrerem à banca (esses activos podem ser "dados" como garantias dos empréstimos) e para as empresas com activos intangíveis tentarem a "via" do capital de risco. Nesta fase, os custos de transacção associados à actuação em Bolsa de Valores são suficientemente elevados para que tal ainda não se apresente como uma alternativa.

Chittenden *et al.* (1996) situam neste momento a eventual falha do sistema financeiro: nalguns casos, as empresas terão que optar entre a manutenção da actual dimensão ou a partida para um processo de admissão à cotação em Bolsa de Valores, porque as "soluções intermédias" de financiamento já não são suficientes.

Partindo, pois, do princípio que a empresa passa⁵⁷ para o estágio seguinte, conseguindo acesso, de forma independente e eficiente, a mercados de financiamento não intermediados, surgem, então, como alternativas, as emissões de acções (Ofertas Públicas de Venda Iniciais⁵⁸) e as emissões de títulos de dívida (obrigações, papel comercial).

Berger e Udell (1998) chamam a atenção para dois aspectos de grande importância na análise deste "ciclo de vida": por um lado, deve-se afastar a ideia que este é um caminho obrigatoriamente trilhado por todas as empresas de sucesso. Já se acentuou, neste trabalho (cf. 3.1.5. Objectivos múltiplos), que nem todas as empresas têm por objectivo o "Crescimento", pelo que não se deve pensar que o sonho de qualquer empreendedor é ter, um dia, as acções da sua empresa cotadas em Bolsa de Valores. De tal forma que, empresas de sucesso podem, por vontade própria, ficar pela primeira ou segunda fases do "ciclo de vida", sem que isso resulte em desprimor. Trata-se, apenas da opção pelo objectivo "Sobrevivência".

Por outro lado, a "evolução" para uma fase posterior não implica o abandono das formas de financiamento que caracterizam o período anterior, mas antes um aumento do leque de escolhas. Recorde-se, aliás, que os autores sublinham, no seu estudo, que a participação social e os suprimentos do sócio ou accionista principal tendem a aumentar à medida que a empresa vai envelhecendo (o que faz todo o sentido, no caso de se admitir, como é "de bom tom" em Finanças, que uma empresa, para sobreviver, tem que libertar fluxos de tesouraria que reforcem o património dos seus proprietários). Contudo,

⁵⁷ Esta passagem poderá implicar alterações profundas no funcionamento da sociedade e mesmo na sua forma jurídica - transformação em "Sociedade Anónima".

Chittenden *et al.* (1996) chamam a atenção para a alteração das "condições de acesso": uma vez aberta a porta dos mecanismos de subscrição pública, nos primeiros mercados, é provável que as outras formas de financiamento se tornem naturalmente mais fáceis^{59 60}.

4.2.6. Resultados de alguns estudos empíricos

Dada a aplicabilidade das suas conclusões a diferentes capítulos deste trabalho, realçamos, seguidamente, os pontos fundamentais de alguns dos mais importantes estudos empíricos realizados nesta área de investigação.

Norton (1990)

Este autor, com base num inquérito a 405 gestores de Pequenas e Médias Empresas, identifica áreas de concordância e de divergência entre Pequenas e Grandes Empresas, no que diz respeito às influências sobre a decisão de estrutura de capitais. Os principais "focos de divergência" assentam nos pontos subsequentes:

- o as Pequenas e Médias Empresas não atribuem grande importância à definição de uma proporção (rácio-objectivo) entre capitais alheios e capitais próprios, ao invés do que acontece nas Grandes Empresas;
- o as Pequenas e Médias Empresas, quando procuram financiamento, mostram-se mais preocupadas com questões de oportunidade e de interesse do mercado de capitais;

⁵⁸ Os já célebres IPO's ("Initial Public Offering") que fazem "furor" na Bolsa de Valores NASDAQ.

⁵⁹ Por exemplo, dada a maior divulgação de informação e, por conseguinte, o mais profundo conhecimento público sobre a empresa, é lógico que os bancos deixem de solicitar garantias para concederem crédito.

⁶⁰ Para aprofundar este tema, importa conhecer o trabalho de Van Auken e Holman (1995), onde são comparadas, a nível financeiro, as características de três grupos: Pequenas e Médias Empresas cotadas, Pequenas e Médias Empresas não cotadas e Grandes Empresas.

- o os aspectos de natureza fiscal (poupança fiscal associada ao capital alheio) parecem ser um factor relevante nas Grandes Empresas, mas pouco importante para as Pequenas e Médias Empresas;
- o a concorrência proveniente do mercado de trabalho dos gestores profissionais poderá configurar um factor dissuasor de comportamentos oportunistas, no contexto das Grandes Empresas, mas não é fonte de preocupações para os gestores de Pequenas e Médias Empresas;
- o as Pequenas e Médias Empresas não julgam que o recurso ao capital alheio seja uma forma de tornar a empresa mais eficiente, ao contrário do que indicam os gestores das Grandes Empresas⁶¹;
- o as Pequenas e Médias Empresas dependem, em grande medida, dos Bancos Comerciais, o que não acontece com as Grandes Empresas.

Por outro lado, encontram-se áreas de concordância nos seguintes pontos:

- o as questões de natureza comportamental e motivacional associadas aos gestores estão na origem da definição da estrutura de capitais⁶²;
- o a filosofia de base para definir a estrutura de capitais reside numa "hierarquia de preferências", em que o autofinanciamento é o início de um caminho;
- o a generalidade das empresas não atribui uma importância significativa aos custos de falência;
- o crê-se na existência de uma penalização do mercado, para o uso excessivo de capitais alheios;

⁶¹ Esta conclusão é curiosa. Aparentemente, está implícito aceitar que só a necessidade de cumprir um serviço de dívida é que evita que as empresas incorram nalgumas ineficiências, o que indicia fortes problemas de agência...

⁶² O autor, assumindo uma perspectiva crítica sobre modelos excessivamente "matematizados", argumenta que este factor é de primordial importância na explicação das estruturas de capitais. Tal costuma "escapar" à Teoria Financeira, pelo facto de ser uma variável de quase insusceptível operacionalização, só sendo possível aferir o seu impacto em trabalhos de natureza qualitativa (inquéritos, sondagens de opinião).

- O acredita-se que as emissões de capital próprio são um bom indicador para o mercado, evidência empírica que contraria o efeito previsto, no quadro da "Teoria dos Sinais";
- O tendo em conta a pouca relevância atribuída à possibilidade de "colocações de capital" junto de investidores privados, ou de emissão de "dívida garantida", depreende-se que os problemas de agência não têm um grande significado, para a generalidade das empresas⁶³.

Keasey e McGuinness (1990)

Estes autores, após estudarem 650 empresas do nordeste de Inglaterra, no período entre 1970 e 1980, chegaram à conclusão que as fontes externas de capital estão associadas a projectos com taxas de retorno mais elevadas do que os que são suportados por outras formas de financiamento. Este resultado é ainda mais evidente, no caso dos capitais externos serem de origem bancária, o que conduz a uma de duas ilações possíveis: ou o "trabalho de acompanhamento", efectuado pelos intermediários financeiros, tem efeitos benéficos na gestão da empresa (afinal, são profissionais do ramo); ou então, aqueles só financiam projectos que, *a priori*, apresentem taxas de retorno elevadas. Os autores manifestam especial preocupação em relação à segunda hipótese...

Scherr *et al.* (1993)

Utilizando uma vastíssima amostra de cerca de 4 000 Pequenas e Médias Empresas inseridas numa base de dados com bastante informação sobre algumas características pessoais dos proprietários, estes investigadores concluíram que:

- O a grande maioria das empresas só recorre a capital gerado internamente;
- O de entre as que utilizam capitais alheios, a fonte preferencial de financiamento é o crédito bancário;

⁶³ De um ponto de vista teórico, estas formas de financiamento seriam um recurso, no caso de se ajuizar o efeito dos custos de agência fortemente condicionante.

- O o sector de actividade (e, naturalmente, a composição do Activo) é um factor decisivo para franquear o acesso a capital alheio (por exemplo, o sector dos transportes tem mais facilidade em obter crédito, o que resultará do facto de os seus activos serem muito bem aceites como garantia);
- O existe uma grande associação entre a proporção do rendimento pessoal proveniente da Pequena ou Média Empresa e o recurso ao capital alheio (as instituições financeiras presumem que, quando aquela proporção é elevada, haverá maior envolvimento no negócio, com aumento da probabilidade de sucesso);
- O as características pessoais dos proprietários, tais como a idade, o sexo, a etnia (objectivamente mensuráveis), são decisivas na opção pelo recurso a capital alheio.

Landstrom e Winborg (1995)

Num trabalho que incidiu sobre uma amostra de 2 200 Pequenas e Médias Empresas suecas, em que se verificou uma taxa de resposta de 35%, as principais conclusões apresentadas são as seguintes:

- O a maior parte das empresas não alega dificuldades de obtenção dos capitais necessários para financiar o seu crescimento (digno de registo é que algumas das empresas que lamentam não obter este financiamento estão, afinal, com dificuldades de natureza operacional);
- O a existência de obstáculos à obtenção de financiamento parece afectar mais aquelas empresas que estão na fase inicial da sua vida, não acontecendo o mesmo para empresas já "maduras";
- O há uma grande preferência pelo autofinanciamento (80% dos inquiridos colocam esta alternativa no topo das suas opções, como forma de sustentar a expansão da empresa);
- O a maioria dos gestores das Pequenas e Médias Empresas tem uma certa aversão aos capitais próprios externos, preferindo abdicar da possibilidade de expansão,

se tal implicar o recurso a esse tipo de financiamento (evidência clara do receio de perda de controlo da empresa);

- o os bancos são uma importante origem de fundos, para as Pequenas e Médias Empresas, embora nem sempre seja considerada como ideal a relação existente entre a Pequena ou Média Empresa e a Instituição Financeira. No entanto, têm mais facilidade no recurso ao crédito bancário as empresas com uma composição de activos em que não predominam os bens intangíveis;
- o o crédito comercial também assume uma importância digna de registo.

The European Network for SME Research (1995)

Num estudo coordenado, a nível europeu, pelo IAPMEI, são apontadas as seguintes características relativas ao financiamento das Pequenas e Médias Empresas europeias:

- o a maioria do financiamento externo é de origem bancária, de curto prazo e acompanhado, na generalidade dos casos, por garantias;
- o existirá uma relação inversa entre a dimensão das empresas e o custo dos financiamentos;
- o a Pequena ou Média Empresa europeia "típica" nasce com o capital próprio dos seus proprietários e vai crescendo na medida permitida pela capacidade de autofinanciamento. Nos casos em que há abertura ao capital externo, predomina o acesso a capitais alheios (pelo menos, no que diz respeito às Pequenas Empresas);
- o o capital de risco só é acessível às Médias Empresas, especialmente, nos sectores de "tecnologias de ponta". Ainda assim, nesta área, observam-se grandes dificuldades de financiamento;
- o o acesso ao "mercado de capitais", mesmo no que diz respeito aos instrumentos mais simples (como seja, "papel comercial"), não está ao alcance da maior parte das Pequenas e Médias Empresas;
- o regista-se uma clara resistência, da generalidade dos proprietários de Pequenas e Médias Empresas, quanto à abertura a capitais externos, muito por causa da

necessidade de prestar informação e das consequências desse facto, a nível competitivo e, sobretudo, fiscal...

Chittenden *et al.* (1996)

Um estudo efectuado tendo por base 3 480 Pequenas e Médias Empresas no Reino Unido, no período entre 1989 e 1993, conduziu às conclusões que se passam a enumerar:

- o o acesso a capitais alheios de médio ou longo prazo está dependente da apresentação de garantias e não da rendibilidade da empresa. As instituições financeiras parecem só conhecer esta forma de resolver os eventuais problemas de agência;
- o há suporte empírico para a ideia de dependência do financiamento de curto prazo;
- o existe fundamento prático, para a defesa de uma "hierarquia de preferências", na estrutura de capitais das Pequenas e Médias Empresas;
- o as estruturas de capitais das Pequenas e Médias Empresas 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.

Gama (1999)

Um trabalho realizado em Portugal, a partir de dados dos *Quadros de Situação Sectoriais* do Banco de Portugal, permitiu pôr em relevo que, nas Pequenas e Médias Empresas portuguesas:

- o a gestão financeira é nitidamente condicionada por razões de natureza fiscal. Todavia, e segundo a autora, a existência de "substitutos" para a poupança fiscal associada aos juros conduz a níveis de endividamento mais baixos;

- o os custos de falência têm grande importância, tornando as Pequenas e Médias Empresas muito sensíveis aos riscos do endividamento excessivo;
- o a concessão de garantias desempenha um papel fundamental (por certo, mais importante do que a rendibilidade), no que concerne à obtenção de crédito;
- o a falta de dimensão dificulta o acesso a capitais alheios de médio e longo prazo;
- o a "juventude" da empresa é sinónimo de dependência de capitais alheios;
- o existem indícios de uma "determinação passiva" da estrutura de capitais, isto é, em função da necessidade, opta-se pela forma de financiamento que estiver disponível.

4.2.7. Uma voz dissonante: a escassez de capital conduz ao sucesso

Na linha da esmagadora maioria da investigação científica sobre o tema, todo o capítulo relativo à estrutura de capitais das Pequenas e Médias Empresas tem estado assente no pressuposto de que a escassez de capital (subcapitalização) das Pequenas e Médias Empresas é um factor que prejudica bastante o desenvolvimento destas organizações. No entanto, esta posição não é unânime: Pricer (1999) argumenta que as empresas subcapitalizadas têm mais êxito do que as restantes, ao contrário da opinião generalizada.

Esta tese polémica fundamenta-se na ideia de que os empreendedores tendem a ser pessoas autoconfiantes e demasiadamente optimistas em relação aos seus projectos de investimento (cf. 3.1.6. O "capital humano"), sobrestimando as receitas previstas e, por isso, o montante do investimento inicial. Havendo capital disponível, estarão reunidas as condições para a "criação" de custos fixos, não só nas áreas em que estes são indispensáveis, como também noutras actividades em que poderia ocorrer uma maior flexibilização (custos variáveis), reduzindo a alavancagem operacional e, portanto, o risco. Se, inversamente, existirem restrições de capital, os empreendedores têm que encontrar formas alternativas de concretizar as actividades, recorrendo à subcontratação

ao invés de as realizar a nível interno, utilizando tarefeiros, em vez de empregados, ou tendo uma força de vendas assente em distribuidores e não em vendedores.

Promovendo um estudo sobre uma amostra de empresas pouco diversificada⁶⁴, o autor conclui que, no período de 1993 a 1997, o retorno do investimento líquido nas empresas subcapitalizadas (que sobreviveram) foi de 66%, ao passo que o das empresas adequadamente capitalizadas foi só atingiu 11%.

Independentemente desta tese suscitar ou não acordo e de ser possível comprová-la, será lícito questionar a aplicabilidade generalizada desta regra, embora admitindo que, em determinados casos específicos, as características pessoais do empresário podem dar inteira razão à ideia de Pricer. De igual modo, a mensagem no sentido de "flexibilizar" a estrutura da empresa, evitando, tanto quanto possível, os custos fixos, parece colher toda a aceitação. Porém, tal não significa que só se consiga ser eficiente num contexto de escassez de capital.

De qualquer modo, fica patente, mais uma vez, a importância de factores de difícil objectivação (comportamentais, motivacionais ou, de uma forma mais genérica, "humanos"), no "mundo" das Pequenas e Médias Empresas.

4.3. Política de dividendos

"As regards dividend policy (...) the safest approach for the small business appears to be to structure its dividend policy to minimize the personal taxes of its owners."

McConnell e Pettit (1984)

⁶⁴ Todas as empresas são norte-americanas e criadas no ano de 1993, tendo sido retiradas as que faliram no período em análise, o que pode levar a conclusões fortemente enviesadas.

A Política de Dividendos é um tema de tratamento complexo e polémico, na Teoria Financeira: uns reafirmam a sua importância, outros a sua irrelevância pura e simples, no relacionamento com o mercado de capitais. Todavia, os argumentos que sustentam ambas as posições em nada afectam as Pequenas e Médias Empresas, pelo que se depreende que a análise da política de dividendos, no âmbito destas organizações, deve ser feita, tendo presente outras ideias, sobre as quais se impõe reflectir.

Nas empresas em que gestão e propriedade coincidem, será que alguma vez são pagos dividendos? As formas de remunerar os proprietários não se limitam, como se sabe, à dicotomia entre dividendos e ganhos de capital, passando por uma complexidade de factores, donde se salienta: o salário do proprietário-gestor, os "complementos de remuneração", o grau de interpenetração entre os "custos familiares" e os custos da empresa, de entre alguns outros, certamente influenciados por razões de "eficiência fiscal".

Por outro lado, em sistemas tributários do tipo do português, há uma discriminação entre os dividendos, as mais-valias e os juros, prejudicando, principalmente, os primeiros (cf. 3.2.6. Impostos). Por isto, em "empresas com margem de manobra", é natural que se prefira remunerar os accionistas pela via dos juros de empréstimos, ou pela potencial realização de mais-valias com as acções ou quotas⁶⁵.

Myers e Majluf (1984), bem como Pettit e Singer (1985), acrescentam que, em função das limitações associadas à obtenção de financiamento, as Pequenas e Médias Empresas evidenciam maior tendência para reter resultados, potenciando o autofinanciamento - lembrem-se, a este respeito, as ideias de Fazzari *et al.* (1988), apresentadas anteriormente (cf. 4.2.2. Capitais internos *versus* capitais externos) -, sendo, também, determinantes as "contribuições dos sócios". Ponderando sobre este último caso,

⁶⁵ Esta alternativa será de mais difícil implementação, dada a pouca (ou nenhuma) liquidez dos títulos representativos do capital de uma Pequena ou Média Empresa.

Ang (1991) pergunta se, na prática, aquelas não serão equivalentes a "dividendos negativos".

Refira-se, ainda, que, nas Pequenas e Médias Empresas, os dividendos não têm efeitos sinalizadores. Procuram-se atingir esses objectivos através do recurso aos tais "dividendos negativos": os suprimientos de accionistas servem, muitas vezes, para mostrar aos financiadores um determinado grau de envolvimento e de crença no projecto que está a ser analisado, minorando os omnipresentes problemas de agência.

Esta aparente menor importância da política de dividendos, no contexto que é objecto de estudo, tem, no entanto, uma excepção, já assinalada neste trabalho (cf. 3.2.6. Impostos): o caso das sociedades sujeitas ao regime da transparência fiscal, em que a única maneira de eliminar os problemas de agência passa pela distribuição integral do resultado líquido, sob a forma de dividendos.

4.4. Gestão financeira de curto prazo

4.4.1. Aspectos gerais

"A small business can survive a surprisingly long time without a profit. It fails the day it can't meet a critical payment. In a small company, the cash flow is more important than the magnitude of the profit or the ROI. Liquidity is a matter of life or death for the small business."

Welsh e White (1981)

Se é certo que alguns dos campos de estudo da Teoria Financeira perdem importância no caso das Pequenas e Médias Empresas, não é menos correcto afirmar que a gestão financeira de curto prazo ganha relevo acrescido. Walker e Petty (1978) já o reconheciam e, com efeito, não será exagerado defender que, num quadro de dificuldade

de obtenção dos fundos necessários para dar continuação à actividade da empresa, os problemas de liquidez⁶⁶ estão para as Pequenas e Médias Empresas, assim como a ameaça de aquisições hostis está para as Grandes Empresas cotadas em Bolsa de Valores. Apesar de cada risco se situar no seu campo, ambos acabam por constituir o limite ou a restrição à actuação dos gestores.

Desta forma, Ang (1991, 1992) e Bhidé (1992) apontam para a necessidade de focalização dos objectivos no fluxo de tesouraria e não nos resultados, o que poderá conduzir a:

- o seleccionar projectos que gerem dinheiro rápido e não os economicamente mais rentáveis (cf. 4.1. Política de investimento);
- o manter "almofadas" (reservas financeiras) de segurança⁶⁷, com o intuito de evitar falências prematuras, resultantes de assimetria de informação, bem como de assegurar um maior poder, em todas as negociações em que a Pequena ou Média Empresa esteja envolvida;
- o favorecer uma composição "mais líquida" do Activo;
- o sacrificar a rendibilidade, em função de recebimentos mais rápidos (conseguidos através da gestão da política de crédito).

É ainda com o objectivo de enfatizar a importância deste tema que Ang (1991, 1992) acentua o facto da gestão do fundo de maneio da empresa (incluindo neste conceito o "manuseamento" das reservas financeiras de segurança) ocupar a maioria do tempo do proprietário-gestor de uma Pequena ou Média Empresa. Convém não esquecer que, antes de crescer, é necessário sobreviver...

⁶⁶ Entendida como a capacidade de conversão dos activos em dinheiro.

⁶⁷ Recorde-se que a existência de fundos disponíveis, sem aplicação, pode ser um forte incentivo para a ocorrência de problemas de agência.

4.4.2. Gestão do fundo de maneio

Os diferentes aspectos que fazem parte da gestão do fundo de maneio costumam ser objecto de tratamento em literatura mais vocacionada para aqueles que, no dia a dia, são gestores financeiros de Pequenas e Médias Empresas e, não tanto, para servir de base a trabalhos académicos. É por isso mesmo que este capítulo não pretende entrar na explicação de práticas de gestão corrente, cingindo-se apenas a alguns aspectos mais directamente relacionáveis com o objectivo deste trabalho, no domínio das Dívidas a receber, das Existências e das Dívidas a pagar.

Dívidas a receber

Num contexto caracterizado por escassez de fundos, autores, como Bhidé (1992) ou Osteryoung *et al.* (1997), referem-se à necessidade de implementar rotinas eficientes de facturação. Esta questão assume contornos de especial relevância nas Pequenas e Médias Empresas, dado que, em função das características próprias deste tipo de organizações, muitas vezes, não existem departamentos, ou sequer funcionários, dedicados a tais serviços, sendo este trabalho adiado, com frequência, o que, numa conjuntura caracterizada por falta de liquidez, é um contra-senso.

Na presença de uma relação inversamente proporcional entre rendibilidade e liquidez, existe um conjunto de instrumentos que, sacrificando o primeiro daqueles objectivos, permite obter dinheiro mais cedo:

- o utilização de produtos bancários do tipo "Desconto de letras" ou "Desconto de facturas", através dos quais, a instituição financeira adianta o pagamento do cliente, ficando com o direito (que acaba por ser uma garantia) a receber deste último;

- o recurso à cessão financeira⁶⁸, um "produto financeiro" mais complexo que pode associar antecipação de receitas (semelhante ao "desconto"), cobertura de risco e gestão administrativa das cobranças (libertando o proprietário-gestor desta tarefa);
- o oferta de condições de pagamento que incentivem a rápida liquidação de responsabilidades, por parte dos clientes (cf. 4.4.3. O caso específico do crédito comercial).

Existências

Quanto menos fundos estiverem "retidos" em armazém (aplicados em matérias-primas, mercadorias ou produtos), melhor. Esta regra não será aplicável, em exclusivo, a Pequenas e Médias Empresas, mas, nestas organizações poderá haver uma tendência para a levar ao extremo, arriscando rupturas de existências. Há que recordar que o reverso desta moeda é a degradação da reputação, junto dos clientes, desgastando o "tal" activo valioso, que está fora do Balanço...

Dívidas a pagar

No que diz respeito a este componente do Fundo de Maneio, as grandes decisões a tomar prendem-se com o aproveitamento ou não do período de crédito concedido pelos fornecedores. Os aspectos principais relacionados com o crédito comercial são objecto do capítulo subsequente.

⁶⁸ Em termos práticos, generalizou-se a expressão de origem britânica "factoring".

4.4.3. O caso específico do crédito comercial

Na gestão financeira de curto prazo tem grande destaque a questão do crédito comercial, ou, dito de outra forma, a gestão do período de pagamento que os fornecedores atribuem aos clientes. Autores, como Walker (1989), Petersen e Rajan (1994), ou Berger e Udell (1998), explicam que o aspecto essencial que rodeia este tema é o seu custo, especialmente se este for medido em termos de oportunidade: reflectindo sobre as condições de pagamento da generalidade das empresas, verifica-se que as alternativas que se perfilam passam pela escolha entre períodos de crédito de 60 ou 90 dias, ou descontos de pronto pagamento que rondam os 2%, mas que chegam a atingir 5%. A anualização destas taxas demonstra que o custo de oportunidade de aceitar este tipo de financiamentos é elevado, face às taxas de juro "de mercado", na época em que esta Dissertação é elaborada⁶⁹.

De acordo com Petersen e Rajan (1994) ou com Wilson *et al.* (1997), deduz-se que a utilização do crédito comercial, ao invés de constituir uma escolha, é mais uma questão de necessidade. As empresas que optam pelo crédito comercial, abdicando dos descontos alternativos, são aquelas que, muito provavelmente já terão exaurido a sua capacidade de endividamento junto da Banca⁷⁰. É claro que esta capacidade de endividamento é limitada pelas instituições financeiras em função da sua percepção do risco da Pequena ou Média Empresa.

"... offering trade credit discounts assists a supplier to identify financially strong firms as those that are able to accept the discounts. A firm that does not take advantage of potential trade credit discounts is losing an important financial opportunity and exposing financial weaknesses."

Walker (1989)

⁶⁹ Segundo as estatísticas do Banco de Portugal, durante 1999, a média das taxas de juro das operações activas dos bancos, para prazos de 91 a 180 dias, foi de 7.52% ao ano.

⁷⁰ Independentemente desta ideia parecer algo intuitiva, Walker (1991) comprova empiricamente a relação de substituição entre financiamento bancário e crédito comercial.

Em função do exposto, pode admitir-se, tal como Smith (1987), que não recorrer ao crédito comercial acaba por ser um sinal de solidez financeira: as empresas com boa capacidade de autofinanciamento ou com possibilidade de acesso a outras fontes de capital ("produtos" substitutos) preferirão, por certo, o pagamento a pronto, visto que têm à disposição crédito bancário de curto prazo mais barato. Será caso para pensar que conceder diferentes opções de pagamento aos clientes será uma forma de avaliar a sua capacidade financeira.

É inegável, no entanto, que, em períodos de restrições, impostas pelas instituições de crédito ou pelos governos, à concessão de financiamento, o crédito comercial pode transformar-se numa "almofada" para as Pequenas e Médias Empresas, permitindo beneficiar, por forma indirecta, do financiamento que as Grandes Empresas conseguem junto de mercados de subscrição pública.

Note-se, finalmente, que o crédito comercial é, em muitas circunstâncias, mais eficiente do que o crédito concedido por instituições financeiras, na medida em que não existe uma grande assimetria de informação (a empresa que atribui crédito actua no subsector a montante, detendo, na maioria dos casos, conhecimentos sobre o processo produtivo e sobre o mercado do sector de actividade em que ambas as empresas actuam) e os fornecimentos futuros funcionam como uma garantia de pagamento.

4.5. Gestão do risco

Um trabalho na área da Teoria Financeira que não aluda ao problema do risco e da sua gestão é, em princípio, um estudo incompleto. Porém, no domínio das Pequenas e Médias Empresas, e como exemplo extremo, talvez a melhor forma de ilustrar o que é feito em termos de gestão do risco fosse deixar uma página em branco...

Na verdade, o tema nem parece ser objecto de análise na literatura específica sobre Pequenas e Médias Empresas, não se encontrando trabalhos de investigação empírica

que se dediquem exclusivamente à gestão do risco nas Pequenas e Médias Empresas. Não obstante, Viana (1999) faz referência aos estudos de Block e Gallagher (1986)⁷¹ e de Nance *et al.* (1993)⁷², que, comparando a gestão do risco em empresas de diferentes dimensões⁷³, concluem que, quanto menor a empresa, menor a preocupação com esta actividade.

Poder-se-ia ficar por aqui... Mas, pensando melhor, o facto parece paradoxal: com efeito, em função da pouca (ou mesmo nenhuma) diversificação das carteiras de investimento individuais dos proprietários de Pequenas e Médias Empresas, de um ponto de vista teórico, existiriam grandes incentivos para se praticar, ao nível empresarial, a cobertura de risco. Para este aparente paradoxo, e à luz das premissas que sustentam uma subdisciplina da Teoria Financeira vocacionada para as Pequenas e Médias Empresas, podem apontar-se duas linhas de explicação:

- o por um lado, a gestão do risco envolve conhecimentos técnicos com certa complexidade e o inerente pessoal qualificado. Tal exigência é pouco compatível com a "escassez de recursos" que caracteriza a estrutura de gestão das Pequenas e Médias Empresas;
- o por outro lado, existe um problema de "economias de escala" que se manifesta:
 - o ao nível dos custos de transacção de instrumentos de cobertura de risco, como os produtos financeiros derivados (não propriamente nos "estandardizados", de que é exemplo a fixação de uma taxa de câmbio, mas nas situações em que aquela cobertura requer a "construção de um produto à medida");
 - o nos investimentos necessários para construir a informação indispensável a uma gestão activa do risco.

⁷¹ Block, Stanley B. e Timothy J. Gallagher (1986), "The Use of Interest Rate Futures and Options by Corporate Financial Managers", *Financial Management*, Outono, pp. 73-78.

⁷² Nance, Dean R., Clifford W. Smith e Charles W. Smithson (1993), "On the Determinants of Corporate Hedging", *The Journal of Finance*, Vol. 48, N° 1, pp. 267-284.

⁷³ As mais pequenas, à escala portuguesa, ainda seriam consideradas Grandes Empresas.

Neste quadro, conforme é referido pela The European Network for SME Research (1995), talvez haja espaço para a constituição de mecanismos de natureza associativa (conjuntos de Pequenas e Médias Empresas com as mesmas necessidades, como, por exemplo, a cobertura do risco de variação de preço de uma determinada matéria-prima), que consigam ultrapassar os problemas de conhecimento e dimensão que impedem estas organizações de efectuar uma gestão mais activa e eficiente do risco.

5. Consequências das diferenças: análise e avaliação das Pequenas e Médias Empresas

"If someone owns one hundred shares of IBM, their value can be readily obtained by looking at the morning newspaper, or watching a financial news program on television. However, if one owns a small business there is no convenient way to ascertain the market value of equity."

Osteryoung *et al.* (1997)

Aceitar que o preço de mercado de uma empresa é uma correcta estimativa do seu valor, é algo que depende da maior ou menor crença na hipótese de eficiência dos mercados. Contudo, mesmo acreditando piamente nesta hipótese, e sem entrar na discussão dos pressupostos que a sustentam, é certo que o conceito assenta na existência de muitos compradores e vendedores, com expectativas homogêneas e comportamentos racionais.

Num processo de avaliação de uma Grande Empresa, tem-se sempre a possibilidade de partir do princípio que o preço é uma estimativa (mais ou menos próxima) do valor da empresa. Quando se está perante uma Pequena ou Média Empresa, normalmente, nem dessa estimativa se dispõe, ora porque ela não está cotada, ora porque, num determinado negócio de transferência de propriedade de uma destas organizações, não surgem os numerosos compradores e vendedores supramencionados.

Pretende-se, com esta introdução, justificar que as especificidades de uma Pequena ou Média Empresa têm implicações profundas no julgamento do seu desempenho, ou na sua avaliação. Na realidade, a leitura das Demonstrações Económico-Financeiras, a interpretação dos indicadores calculados, e mesmo a aplicação dos métodos de avaliação mais comuns, são actividades que têm de ser adaptadas a um contexto caracterizado por:

- O forte interdependência entre a "esfera pessoal" do empresário e a "esfera empresarial" (cf. 3.1.4. A sobreposição entre "esfera pessoal" e "esfera empresarial");

- o grande liberdade na "construção" da contabilidade, beneficiando da inexistência de auditores externos.

A aferição do valor de uma empresa pode ser efectuada, recorrendo a diferentes métodos, mas todos eles deparam com dificuldades, nalguns casos inultrapassáveis, quando aplicados a Pequenas e Médias Empresas:

- o o *método patrimonial* colide com a frequente inexistência de património concreto, dado ser comum que a essência deste tipo de organizações assente em activos intangíveis, como, por exemplo, as características pessoais do proprietário-gestor (cf. 3.1. Características internas da empresa);
- o a *avaliação comparativa*, com recurso a "múltiplos de mercado", não é possível, seja pelas características exclusivas da empresa, seja pelas diferenças induzidas pelo próprio factor dimensão. Sliwoski (1999) sugere a utilização de bases de dados relativas a transacções anteriormente efectuadas, para analisar a relação entre o valor de aquisição e, por exemplo, o volume de vendas da empresa comprada; mas, um método deste tipo é demasiado simplista, pois considera um único factor (v.g., o volume de vendas) num cenário em que as influências sobre o valor da empresa podem resultar de diversos elementos, para além de ignorar todas as futuras alterações nos multiplicandos, sejam estes quais forem;
- o os métodos de avaliação mais recentes, tentativas de resposta à cada vez maior importância dos activos intangíveis, não dispensam uma base de informação sólida, que implica o acesso a dados que vão muito além dos geralmente contidos nos relatórios financeiros. Um caso exemplar desta necessidade é a valorização do "capital intelectual" de uma empresa, proposta por Edvinsson e Malone (1997);
- o os modelos baseados na actualização dos dividendos futuros (como o Modelo de Gordon) não são aplicáveis à maioria das Pequenas e Médias Empresas, que decide não distribuir resultados (cf. 4.3. Política de dividendos);

- o o método dos fluxos de tesouraria actualizados implica superar obstáculos relacionados com a estimativa dos fluxos futuros e com a forma de cálculo da taxa de desconto.

Este conjunto de problemas fomentou o desenvolvimento de regras práticas e genéricas de avaliação das Pequenas e Médias Empresas. Alguns dos exemplos apontados por Sliwoski (1999) são os seguintes:

- o o valor das clínicas dentárias oscila entre 50% e 60% do Volume de Negócios;
- o o valor das lavandarias varia entre 75% e 90% do Volume de Negócios;
- o o valor de um estabelecimento de optometria (vulgo, oculista) é dado pela soma do valor líquido dos activos fixos com o resultado líquido do último ano.

Estas regras resultam de médias históricas, "alimentadas" pelas sucessivas transacções realizadas. Não será necessário perder muito tempo a criticar esta aferição de valor, que ignora as especificidades da empresa em questão. As suas vantagens limitam-se à simplicidade, à rapidez de aplicação e à pouca necessidade de conhecimentos técnicos. Que alternativa resta?

Sabendo que as Demonstrações Financeiras de uma Pequena ou Média Empresa não são, propriamente, uma fonte de informação exacta, é possível identificar e, porque não, corrigir, grande parte dos factores indutores de inexactidão, considerando o "funcionamento interno" destas organizações. Aceitando este "desafio", é viável analisar e avaliar uma Pequena ou Média Empresa, pelo *método do rendimento*. Surgem, então, as duas fases tradicionais de um trabalho deste cariz: a previsão dos fluxos de tesouraria futuros e a determinação da taxa de retorno exigida. Todavia, é necessário considerar algumas particularidades...

1. Previsão dos fluxos de tesouraria futuros

Com base nos trabalhos de Levin e Travis (1987), Ang (1992), Osteryoung *et al.* (1997), Neves e Henriques (1999), bem como na experiência oriunda da actividade profissional exercida, organizou-se uma lista que se julga abarcar uma boa parte das possibilidades de incorrecção das Demonstrações Financeiras:

- o os Activos Fixos são susceptíveis de estarem subvalorizados ou sobrestimados: pode-se deparar com uma Pequena ou Média Empresa formalmente proprietária de um conjunto de bens que se destina ao usufruto pessoal dos proprietários (automóveis, electrodomésticos, para não falar de imóveis), mas também existem situações de utilização gratuita, por parte da Pequena ou Média Empresa, de bens que integram o património pessoal dos seus proprietários (imóveis, objectos de arte, antiguidades). As consequências, ao nível das projecções de fluxos de tesouraria, passam pelo ajuste das amortizações e pela eventual "criação" de uma renda. No caso de se estar a fazer uma avaliação, antecedendo um negócio de compra e venda, há que ter em conta a hipótese do actual proprietário pretender alienar a empresa sem os imóveis que, nesse momento, servem de base às suas operações;
- o as Existências são um "factor crítico", tornando-se, talvez, a área mais difícil para o analista, dado o impacto fiscal associado à sua "definição". Intimamente ligadas ao Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas, constituem instrumento privilegiado de manipulação do resultado contabilístico e fiscal, em organizações (como a maioria das Pequenas e Médias Empresas) que gozam de larga margem discricionária, na elaboração dos "Relatórios e Contas". É claro que uma contagem física pode minorar ou fazer desaparecer o problema, mas tal nem sempre é possível. As alternativas passam, então, por comparar valores com a média do

sector, pela análise da volatilidade de indicadores como a Margem Bruta ou o Tempo Médio de Existências⁷⁴ e pelos consequentes ajustamentos;

- o ao nível das Disponibilidades e das Dívidas de Terceiros, é necessário ponderar a eventual existência de dívidas incobráveis e de "erros" nas rubricas de Caixa e seus equivalentes (decorrentes de confusões entre as contas da empresa e contas particulares). Nesta área, os problemas materialmente relevantes são fáceis de detectar, medindo a dimensão relativa das classes, face ao Total do Activo;
- o não é de menosprezar a possibilidade de subavaliação de Passivos (em termos de valor de mercado): os custos de financiamento podem ser mais baixos, como consequência de bons relacionamentos banca-empresa, ou da concessão de garantias pessoais. Por conseguinte, deve indagar-se até que ponto estas condições se vão conseguir manter. Nesta análise, também importa recordar a indicação de Ang (1992), que alerta para o facto de, num contexto caracterizado por uma certa dificuldade na obtenção de capitais alheios (cf. 4.2.4.2. Capitais alheios), passivos elevados poderem ser, na maioria dos casos, sinónimo de dificuldades financeiras e não de capacidade de endividamento;
- o no âmbito das contas que traduzem relações com accionistas ou pessoas próximas, depara-se com duas situações distintas:
 - inclusão, nas Dívidas de Terceiros, de créditos resultantes de "confusões" entre o património pessoal dos proprietários e o património da empresa, que se traduzem no financiamento de actividades pessoais dos seus sócios ou accionistas, tais

⁷⁴ Indicadores Económico-Financeiros que podem ser calculados da seguinte forma:

- o Margem Bruta = $(\text{Vendas} - \text{Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas}) / \text{Vendas}$.
- o Tempo Médio de Existências = $(\text{Total de Existências} / \text{Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas}) \times 365$.

como: consumos pessoais ou da família, pagamentos de impostos sobre o rendimento individual, compras de participações de outros sócios, entre inúmeras outras possibilidades. Em casos deste tipo, é natural que se trate de créditos "eternos"...

- registo, nas Dívidas a Terceiros de "quase-capital"⁷⁵, ou seja, dívidas (remuneradas ou não), que não passam de entradas de dinheiro dos proprietários. Preferencialmente, estes escolhem aquele "veículo" para colocar dinheiro na empresa, movidos:
 - pelas razões de eficiência fiscal já citadas (cf. 3.2.6. Impostos);
 - por uma maior reversibilidade dos montantes investidos, caso estes sejam configurados como Passivos, factor referido por Levin e Travis (1987), Keasey e McGuinness (1990) e Ang (1991);
 - pela consideração dos custos de transacção associados à emissão de capital social.

Para contornar estes dois problemas deve admitir-se a eventual incobrábilidade dos créditos, bem como a possível necessidade de substituir os suprimentos por capital próprio ou capital alheio remunerado;

- o embora autores, como Neves e Henriques (1999), façam referência a problemas decorrentes do incumprimento do "Princípio da Especialização dos Exercícios", com a excepção dos Impostos

⁷⁵ Conceito apresentado no trabalho de Ang (1992).

Diferidos⁷⁶, não é de crer que estas imperfeições contabilísticas tenham um impacto significativo nos fluxos de tesouraria futuros (até porque acabam por ser questões menos relevantes, raciocinando "em contínuo" e ignorando a segmentação da actividade económica em exercícios);

- o as Vendas e Prestações de Serviços (sobretudo estas últimas) são susceptíveis de subdimensionamento (por razões de ordem fiscal, ou pelo facto de determinados custos estarem indexados ao volume de negócios⁷⁷), mas também pode ocorrer o seu sobredimensionamento (principalmente em empresas que apresentem prejuízos fiscais acumulados, deve ser admitida a possibilidade de existência de facturação excessiva);
- o os Custos com o Pessoal constituem outra área sensível. Também nesta classe de custos, surgem situações de sobre ou subdimensionamento. Incluir-se-ão, no primeiro caso, os presumíveis pagamentos de salários a pessoas que não trabalham na empresa (filhos, empregados particulares) ou o pagamento de compensações excessivas, considerando a quantidade ou a qualidade do trabalho prestado; englobar-se-ão, no segundo caso, não só a possibilidade de o proprietário e, eventualmente, as pessoas da família estarem a trabalhar na empresa por salários inferiores ao seu "valor de mercado" (caso típico das "P.M.E. Sobrevivência"), mas também as situações em que o poder de liderança, o carisma do empresário e mesmo a cultura da empresa (factores que sofrerão alterações, no

⁷⁶ Os Impostos Diferidos podem resultar do aproveitamento de benefícios fiscais que levam ao adiamento do pagamento de imposto (veja-se o reinvestimento das mais-valias geradas na venda de bens do activo imobilizado corpóreo, que permite diferir o pagamento do imposto respectivo para o período de vida útil do bem em que se consubstanciou o reinvestimento). Situações deste tipo podem esconder uma "factura" fiscal pesada.

⁷⁷ Por exemplo, nos Centros Comerciais, a renda paga pelos comerciantes é proporcional (existindo um limite mínimo) ao volume de vendas. Se o cliente não solicitar documento comprovativo da venda e pondo de lado considerações de ordem ética, parece "economicamente racional" não registar a venda, nos documentos oficiais da empresa...

caso de mudança da propriedade) conduzem à prática de trabalho extraordinário, não remunerado. Para projectar fluxos de tesouraria, há que proceder a ajustamentos desta rubrica, aproximando-a dos "valores de mercado" e, só depois, estimar o seu crescimento;

- O os Fornecimentos e Serviços Externos também devem ser objecto de reflexão, tentando separar, na medida do possível, "custos empresariais" de "custos pessoais". São comuns "confusões" em rubricas de conservação e reparação, despesas de representação, deslocações e estadas, combustíveis, água, luz, telecomunicações, entre outras. Convém que o analista dê particular atenção às contas que se desviam das normas (média do sector, percentagem das vendas);
- O impõe-se a cuidadosa ponderação dos efeitos fiscais da futura adopção de critérios "mais transparentes" (escusado será dizer que, com toda a probabilidade, a "factura" fiscal tenderá a crescer).

Admitindo que, findo este trabalho, as Demonstrações Financeiras traduzem, fielmente, a realidade, mesmo assim, ainda não existem todos os elementos para o cálculo dos fluxos de tesouraria futuros. Para atingir esse estágio, é necessário também:

- O prever taxas de crescimento das vendas (mais difícil) e dos custos;
- O orçar o investimento de substituição, tendo em conta o grau de desgaste do equipamento actual;
- O e, sobretudo, quantificar o efeito dos activos intangíveis, no futuro desempenho da empresa. Como se sabe, este tipo de activos pode constituir o bem mais valioso de uma Pequena ou Média Empresa, levando a que o seu valor de mercado radique nas características e experiência pessoais do proprietário, na organização criada, no valor humano dos colaboradores, na reputação, nos relacionamentos pessoais. Em casos deste tipo, pode concluir-se, pura e simplesmente, que a empresa nada vale longe dos seus actuais proprietários.

2. A determinação da taxa de retorno exigida

Os manuais de Finanças Empresariais aconselham a actualizar os fluxos gerados de tesouraria (determinados de acordo com os preceitos supramencionados), recorrendo a uma taxa de custo do capital, que resulta de uma média ponderada entre os custos do capital próprio e do capital alheio.

Osteryoung *et al.* (1997), bem como Heaton (1998), detêm-se na análise dos ajustamentos a realizar na determinação do custo do capital alheio e do custo do capital próprio, no contexto de Pequenas e Médias Empresas.

Capital alheio:

Pelas razões já expostas neste trabalho (cf. 4.2.4.2. Capitais alheios), não é correcto utilizar a "taxa de juro de mercado" como indicador do custo do capital alheio. Uma Pequena ou Média Empresa não consegue obter fundos no mercado de capitais e, algumas vezes, nem sequer tem acesso a financiamento intermediado. A hipótese de "olhar para o lado" e utilizar o custo de capital de uma empresa semelhante também não é aconselhável, pois estar-se-ia a ignorar todos os condicionalismos específicos subjacentes ao financiamento (existência de garantias, relacionamentos banca-empresa).

Por tudo isto, para determinar a taxa de retorno exigida pelos capitais alheios, o ideal é partir do custo histórico efectivo do financiamento anterior obtido pela empresa em análise, comparando-o com a taxa de mercado contemporânea, para empréstimos com a mesma duração. Desta forma, por diferença, será determinado o prémio pago pela empresa, como compensação pelo seu risco e pela iliquidez (no sentido de não negociabilidade, em mercado secundário) da dívida.

Na hipótese do tipo de financiamentos utilizado pela empresa ser fundamentalmente de curto prazo (cf. 4.2.4.2.7. A tendência para o endividamento de curto prazo), e uma vez que o período de análise é longo, deve ser introduzida uma outra correcção, equivalente ao diferencial, no mercado, entre taxas de curto prazo e de longo prazo (de fácil identificação, numa curva de rendimentos (*yield curve*)).

Em resumo, a partir do custo histórico do capital alheio e da previsível evolução das taxas de juro de mercado, efectuem-se os ajustamentos correspondentes a diferentes maturidades, o que possibilita determinar a taxa de retorno exigida para os capitais alheios.

Capital próprio:

A forma mais comum de determinação do custo dos capitais próprios é através do "Modelo de Avaliação dos Activos Financeiros" (MAAF), que se assume, nas Finanças Empresariais, como o meio mais importante de capturar a relação entre retorno e risco e de a aplicar à avaliação de um activo. Neste modelo:

$$\text{Taxa de Retorno Exigida} = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

- R_f - Taxa de Retorno de um Investimento sem Risco
- R_m - Taxa de Retorno de Mercado
- β - Medida de risco sistemático que incorpora a volatilidade do investimento e a correlação entre a evolução do investimento e a evolução do mercado

Embora não exista qualquer impedimento à aplicação deste modelo a Pequenas e Médias Empresas, é de salientar o problema dele assentar no pressuposto da possibilidade de diversificação, por parte dos investidores. Ora é sabido que uma Pequena ou Média Empresa constitui, por si só, uma aplicação não diversificada (cf. 3.1.3. A impossibilidade de diversificação), o que, aparentemente, compromete a aplicabilidade do modelo.

Sendo assim, McMahon e Stanger (1995) defendem, com algum entusiasmo, o Modelo de Avaliação dos Activos Financeiros Generalizado, proposto por Levy (1990)⁷⁸. Em síntese, pode-se mencionar que este modelo segmenta o mercado, não considerando uma carteira global e respectivo retorno, mas sim uma "carteira enviesada", em função da ausência de diversificação, por parte do investidor e o retorno desse segmento (sector de actividade). Assim, estaria encontrada a solução para o problema da concentração do capital financeiro e humano do proprietário de uma Pequena ou Média Empresa "num único cesto"... A questão que se coloca é saber se é possível determinar esta medida de retorno desse segmento de investimento. Que dados devem ser utilizados?

- o Valores "homónimos" de empresas cotadas? Vos (1992a) recomenda, de forma convicta, a não adaptação de informação proveniente de Pequenas e Médias Empresas cotadas a empresas não cotadas...
- o Elementos contabilísticos da empresa e do sector? Vos (1992b) também tentou calcular um β contabilístico⁷⁹, mas a verdade é que não teve grande sucesso⁸⁰...

"The treatment of a small, illiquid company that does not have traded equity as though it were comparable to a large, publicly traded company, would lead to a significant understatement of the cost of capital."

Heaton (1998)

O conceito de risco nas Pequenas e Médias Empresas é diferente. Conforme esclarece Vos (1992b), tal não significa que, em Finanças de Pequenas e Médias Empresas, não se verifique a tradicional relação directa entre rendibilidade e

⁷⁸ Levy, H. (1990), "Small Firm Effect: Are There Abnormal Returns in the Market?", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 5, N° 2, pp. 235-276.

⁷⁹ Ou seja, uma medida de volatilidade que não tem por base a variação do valor das cotações, no mercado, mas antes a variação do retorno dos capitais próprios (Resultado Líquido dividido pelo Total do Capital Próprio) entre dois períodos contabilísticos sucessivos.

risco, mas antes que ela se equaciona de forma distinta e de muito difícil "modelização".

Na realidade, tendo em conta as considerações efectuadas acerca da existência de risco não sistemático (induzido por factores como a própria dimensão, a importância e a dependência em relação ao proprietário-gestor e ao seu "capital humano", a "focalização" num segmento de actividade mais específico, a base de clientes, a concorrência, a tecnologia, entre muitos outros) e de falta de liquidez dos títulos representativos do capital de uma Pequena ou Média Empresa, a melhor solução é recorrer à "sensibilidade e bom senso" e adicionar à taxa obtida, a partir do MAAF, prémios que compensem estes factores.

É neste contexto que Osteryoung *et al.* (1997) afirmam que os capitais próprios das empresas cotadas valem cerca de 30% mais do que os das empresas não cotadas em Bolsa de Valores. Não admira, então, que os autores citados ao longo deste capítulo, sejam unânimes na definição de um intervalo, para a taxa de retorno exigida dos capitais próprios de Pequenas e Médias Empresas, que oscilará entre os 20% e os 50%.

Apesar da lógica exposta ser a mais frequente, é sempre aconselhável admitir a possibilidade da ocorrência de excepções. De facto, há situações em que o potencial comprador não tem em vista qualquer retorno para o seu investimento, comprando apenas um fluxo de rendimentos futuros. Tal será o caso em que o empreendedor quer apenas assegurar a sua (e, eventualmente, a da família) sobrevivência e ocupação⁸¹.

⁸⁰ Lembre-se que boa parte deste capítulo procurou demonstrar a "fragilidade" da informação contabilística...

Finalizados estes considerandos, estão criadas as condições para avaliar uma Pequena ou Média Empresa. É claro que o valor obtido, como em qualquer outro caso, é apenas uma orientação, ajustável em função de, por hipótese, se estar a adquirir uma participação minoritária ("acerto" no sentido descendente) ou de se comprar o controlo dos desígnios da empresa ("acerto" no sentido ascendente). Mais uma vez, a necessidade de efectuar estes ajustamentos não é exclusiva do "universo" das Pequenas e Médias Empresas. Contudo, eles terão tendência a assumir uma maior amplitude, em função da menor protecção dos interesses minoritários (e, por conseguinte, o maior valor de uma posição de controlo), no tipo de organizações que é objecto desta Dissertação.

⁸¹ Por exemplo, em Portugal, é esta a filosofia das medidas incentivadoras da "Criação do próprio emprego por desempregados subsidiados", promovidas pelo Ministério do Trabalho e da Solidariedade, que passam pela atribuição, numa única prestação da totalidade do subsídio de desemprego a que um trabalhador desempregado teria direito, acrescido de um subsídio a fundo perdido, para que aquele possa fazer o investimento inicial na criação ou aquisição de uma empresa.

6. Ilustração: o caso do sector têxtil e de vestuário em Portugal

6.1. Apresentação

A pouca notoriedade do sector têxtil e de vestuário português, nos mercados de capitais, contrasta com a sua importância no contexto da Economia Nacional, patente nas estatísticas seguintes:

Quadro 6.1 - O sector têxtil e de vestuário na Economia Nacional

<i>Indicador</i>	<i>Ano</i>	<i>Total</i>	<i>STV</i>	<i>Peso STV</i>
Produto Interno Bruto (p.mercado)	1995	15 817 691	1 289 434	8.2%
Emprego	1995	4 437	287	6.5%
Formação Bruta de Capital Fixo	1995	3 734 411	67 411	1.8%
Exportações	1998	4 461 034	959 159	21.5%
Importações	1998	6 914 779	546 501	7.9%

Unidade: todos os valores em milhares de contos, excepto Emprego, expresso em milhares de pessoas

Fonte: Instituto Nacional de Estatística

Conforme se depreende deste quadro, o sector têxtil e de vestuário tem significativa expressão ao nível do Emprego (6.5% do Emprego), Produção (8.2% do Produto Interno Bruto a preços de mercado) e, principalmente, no comércio externo (traduzia, em 1998, 21.5% das Exportações). Neste último caso, dê-se relevo ao facto de ser um dos poucos que contribui, com um saldo positivo, para a Balança Comercial do nosso país.

A caracterização do sector têxtil e de vestuário, de um ponto de vista financeiro, deve ser feita em relação a um determinado agregado, que sirva como "padrão de referência", tendo-se optado, para o efeito, pelo conjunto da indústria transformadora. Nesta tomada de decisão influíram não só a maior abundância de dados existentes, mas também a consideração que empresas de outros sectores (agricultura, comércio e serviços) registam suficientes diferenças económicas e financeiras para inviabilizar qualquer tipo

de comparação, conducente a conclusões expressivas. Voltando a apresentar, então, os mesmos agregados macroeconómicos, no contexto da indústria transformadora:

Quadro 6.2 - Importância do sector têxtil e de vestuário na indústria transformadora

<i>Indicador</i>	<i>Ano</i>	<i>Ind. Transf.</i>	<i>Sector Têxtil</i>	<i>Sector Vestuário</i>	<i>STV</i>	<i>Peso STV na IT</i>
VABpm	1997	3 789 715	280 001	257 119	537 120	14.2%
Número de Empresas	1997	82 995	4 849	12 358	17 207	20.7%
Pessoal ao Serviço (nº)	1997	1 018 329	114 798	157 177	271 975	26.7%
Aumentos Imobilizado Corpóreo	1997	597 438	39 083	30 486	69 569	11.6%
Exportações	1998	4 375 314	463 755	495 404	959 159	21.9%
Importações	1998	6 178 124	399 527	146 974	546 501	8.8%

Unidade: todos os valores em milhares de contos, excepto Número de Empresas e Pessoal ao Serviço, expresso em unidades

Fonte: Instituto Nacional de Estatística⁸²

A importância do sector têxtil e de vestuário na indústria transformadora é clara, manifestando-se de forma mais acentuada, ao nível do Emprego (26.7%) e das Exportações (21.9%). Merece ainda menção, embora em menor escala, o seu contributo nas áreas da Produção (14.2% do Valor Acrescentado Bruto a preços de mercado) e do Investimento (11.6% dos Aumentos de Imobilizado Corpóreo).

Com este quadro macroeconómico como "pano de fundo", constitui objectivo desta parte do trabalho fazer uma "radiografia financeira" do sector têxtil e de vestuário nacional, identificando algumas características susceptíveis de serem explicadas à luz dos conceitos de Finanças de Pequenas e Médias Empresas.

Começa-se por evidenciar o papel determinante, desempenhado pelas Pequenas e Médias Empresas, no sector têxtil e de vestuário (cf. 6.3. Um sector de Pequenas e Médias Empresas); posteriormente, são realçadas algumas provas da fraca actuação das empresas do sector têxtil e de vestuário na Bolsa de Valores (cf. 6.4. O sector têxtil e de vestuário português nos mercados de capitais); em seguida, é feita uma análise das Demonstrações Económico-Financeiras do sector, vendo em que medida é que as características descritas coincidem com a teoria das Finanças de Pequenas e Médias

⁸² No que respeita ao Número de Empresas, a Associação Portuguesa dos Industriais de Malha estima que só cerca de 3 500 a 4 000 é que estarão, de facto, em actividade.

Empresas" (cf. 6.5. Finanças de Pequenas e Médias Empresas, no sector têxtil e de vestuário).

6.2. Metodologia

O trabalho proposto está assente, em larga medida, no tratamento e interpretação dos Quadros de Situação Sectoriais do Banco de Portugal, relativos aos exercícios económicos de 1995, 1996 e 1997. O estudo pormenorizado das informações de carácter financeiro contidas nesta base de dados, de natureza sectorial, constitui o cerne desta análise. Para o efeito, foram aglutinados os Balanços, Demonstrações de Resultados e informações complementares, quer do sector têxtil e de vestuário, quer da indústria transformadora, respeitantes aos três anos referidos (cf. Anexo).

Contudo, julgou-se conveniente completar a informação construída, com outras estatísticas enriquecedoras da caracterização do sector, sendo de nomear:

- o os elementos referentes às empresas cotadas, em 1997, publicados pela Bolsa de Valores de Lisboa (1998);
- o as Estatísticas do Banco de Portugal;
- o os resultados do *Inquérito à Indústria Transformadora Portuguesa*, efectuado pela Dinâmia (1998);
- o os elementos publicados pelo IAPMEI;
- o os dados do Instituto Nacional de Estatística.

Nos casos em que se revele difícil o estabelecimento de uma ligação nítida entre o corpo teórico das Finanças de Pequenas e Médias Empresas e as características quantitativas do sector têxtil e de vestuário presentes nos dados observados, tentar-se-á complementar o trabalho com algumas ideias decorrentes de uma vivência pessoal e profissional (e, como tal, subjectiva), no seio de empresas têxteis do Vale do Ave (a segunda região europeia com maior concentração de empresas têxteis e de vestuário).

6.3. Um sector de Pequenas e Médias Empresas

O sector têxtil e de vestuário português é composto por uma densidade de Pequenas e Médias Empresas muito superior à média da indústria transformadora nacional. Esta ideia é facilmente ilustrável, recorrendo à análise de alguns dos principais agregados:

Quadro 6.3 - Número de empresas, em 1993

	<i>Total</i>	<i>%</i>	<i>PME</i>	<i>Peso das PME</i>
Total da Indústria Transformadora	35 714	100.0%	35 554	99.6%
Sector Têxtil	2 727	7.6%	2 692	98.7%
Sector de Vestuário	4 007	11.2%	3 997	99.8%
Sector Têxtil e de Vestuário	6 734	18.9%	6 689	99.3%

Fonte: IAPMEI (1995)

Quadro 6.4 - Número de trabalhadores, em 1993

	<i>Total</i>	<i>%</i>	<i>PME</i>	<i>Peso das PME</i>
Total da Indústria Transformadora	959 480	100.0%	794 089	82.8%
Sector Têxtil	135 116	14.1%	104 921	77.7%
Sector de Vestuário	140 206	14.6%	132 868	94.8%
Sector Têxtil e de Vestuário	275 322	28.7%	237 789	86.4%

Fonte: IAPMEI (1995)

Quadro 6.5 - Volume de negócios, em 1993

	<i>Total</i>	<i>%</i>	<i>PME</i>	<i>Peso das PME</i>
10 ³ contos				
Total da Indústria Transformadora	8 452 687	100.0%	5 879 591	69.6%
Sector Têxtil	768 713	9.1%	607 163	79.0%
Sector de Vestuário	515 129	6.1%	474 170	92.0%
Sector Têxtil e de Vestuário	1 283 842	15.2%	1 081 333	84.2%

Fonte: IAPMEI (1995)

Quadro 6.6 - Exportações relativas a 1992

	<i>Total</i>	<i>%</i>	<i>PME</i>	<i>Peso das PME</i>
10 ³ contos				
Total da Indústria Transformadora	2 076 949	100.0%	1 282 192	61.7%
Sector Têxtil	292 387	14.1%	194 920	66.7%
Sector de Vestuário	352 429	17.0%	303 722	86.2%
Sector Têxtil e de Vestuário	644 816	31.0%	498 642	77.3%

Fonte: IAPMEI (1995)

Quadro 6.7 - Valor Acrescentado Bruto a preços de mercado (1993)

	10 ³ contos			
	<i>Total</i>	<i>%</i>	<i>PME</i>	<i>Peso das PME</i>
Total da Indústria Transformadora	2 537 379	100.0%	1 567 139	61.8%
Sector Têxtil	241 224	9.5%	172 078	71.3%
Sector de Vestuário	182 985	7.2%	169 257	92.5%
Sector Têxtil e de Vestuário	424 209	16.7%	341 335	80.5%

Fonte: IAPMEI (1995)

Quadro 6.8 - Aumentos do Imobilizado Corpóreo, em 1992

	10 ⁶ contos			
	<i>Total</i>	<i>%</i>	<i>PME</i>	<i>Peso das PME</i>
Total da Indústria Transformadora	492	100.0%	338	68.7%
Sector Têxtil	50	10.1%	42	83.7%
Sector de Vestuário	25	5.0%	23	91.8%
Sector Têxtil e de Vestuário	74	15.1%	64	86.4%

Fonte: IAPMEI (1995)

Na verdade, em grande parte dos quadros, é evidente o maior peso das Pequenas e Médias Empresas no sector têxtil e de vestuário do que na indústria transformadora. Tal apenas não acontece no que diz respeito à quantidade de empresas, o que é justificado por um número significativo de organizações de maior dimensão, na fileira têxtil. Tendo em conta todos os restantes indicadores (acentuando-se o volume de negócios e as exportações), não restam dúvidas em afirmar que se está perante um sector dominado pelas Pequenas e Médias Empresas.

O supramencionado predomínio é, também, corroborado pela natureza jurídica das sociedades. Com efeito, na linha do preconizado por Osteryoung *et al.* (1997), ocorrerá uma tendência para a preponderância de empresas unipessoais e de sociedades por quotas, no âmbito das Pequenas e Médias Empresas, facto que também se verifica no subsector têxtil e, sobretudo, no subsector de vestuário, segundo se infere do quadro seguinte:

Quadro 6.9 - Natureza jurídica das sociedades (1995-1997)

	<i>Ind. Transf.</i>	<i>Sector Têxtil</i>	<i>Sector Vestuário</i>
Sociedades por Quotas	89%	91%	96%
Sociedades Anónimas	10%	9%	4%
Outras	1%	0%	0%

Fonte: Banco de Portugal - Quadros de Situação Sectoriais (1995-1997)

Com base neste conjunto de elementos, está criado um "cenário ideal" para apreciar até que ponto serão visíveis, na prática, as considerações efectuadas em torno das características financeiras das Pequenas e Médias Empresas.

6.4. O sector têxtil e de vestuário português nos mercados de capitais

"Nenhuma das 12 empresas têxteis que, na década de 80, acederam ao mercado accionista sobrevive no contínuo. E, tirando uma ou outra excepção, todas acumularam prejuízos..."

J. Ferreira
in Expresso, Julho de 1997

A tomada de consciência da fraca presença das empresas do sector têxtil e de vestuário português nos mercados de capitais foi o factor que desencadeou a elaboração desta Dissertação. Paradoxalmente, a comprovação empírica deste "preconceito" revelou-se mais difícil do que o esperado, devido à pouca disponibilidade de dados sobre a quantidade e o volume de transacções nas Bolsas de Valores, repartidos pelo sector da actividade das empresas cujos títulos foram objecto de negociação.

Não obstante, através do tratamento de elementos contidos na publicação da Bolsa de Valores de Lisboa, *Sociedades Cotadas 1997*, foi possível construir a informação que, a seguir, se sintetiza:

Quadro 6.10 - Transacções na Bolsa de Valores de Lisboa, em 1997

Sector de Actividade	Qtd. Transaccionada	%	Volume Transacções	%
Indústria Transformadora:	296 149 464	20.3%	889 995 036	13.5%
Alimentação, bebidas e tabaco	16 875 067	5.7%	42 167 212	4.7%
Têxtil e Vestuário	1 805 978	0.6%	2 224 459	0.2%
Madeira e Cortiça	34 936 001	11.8%	83 449 847	9.4%
Papel, artes gráficas e edição	115 802 402	39.1%	196 757 022	22.1%
Químicas	1 887 358	0.6%	20 731 618	2.3%
Produtos minerais não metálicos	96 387 837	32.5%	478 856 038	53.8%
Metalúrgicas de Base	2 440 291	0.8%	10 266 746	1.2%
Máquinas, equipamento e material de transporte	15 534 938	5.2%	27 677 711	3.1%
Outras	10 479 592	3.5%	27 864 383	3.1%
Construção e Imobiliárias	91 966 388	6.3%	188 484 979	2.9%
Electricidade	220 529 094	15.1%	791 057 204	12.0%
Distribuição	33 360 195	2.3%	289 841 620	4.4%
Turismo	7 134 622	0.5%	19 654 100	0.3%
Serviços Diversos	16 724 541	1.1%	44 550 266	0.7%
Telecomunicações	153 195 399	10.5%	1 531 649 242	23.3%
Informática	5 508 897	0.4%	3 378 432	0.1%
Banca	457 281 616	31.4%	1 900 009 674	28.9%
Seguros	74 969 420	5.1%	260 873 164	4.0%
"Holdings" Diversificadas	78 294 469	5.4%	500 025 422	7.6%
Outras	20 681 756	1.4%	156 916 734	2.4%
Total	1 455 795 861	100.0%	6 576 435 873	100.0%

Fonte: Bolsa de Valores de Lisboa

Percorrendo o quadro na perspectiva do número de acções transaccionadas, depreende-se que a indústria transformadora assegura 20.3% da movimentação de acções. Nestes 20.3%, o sector têxtil e de vestuário limita-se a ser responsável por 0.6%. Na coluna relativa ao volume de transacções, observa-se que a indústria transformadora já só representa 13.5% do total e que, desta percentagem, só 0.2% é que tem como origem os poucos títulos do sector têxtil e de vestuário.

A Bolsa de Valores portuguesa padece de um enviesamento, que se consubstancia numa excessiva dependência das empresas de telecomunicações e das instituições financeiras, em detrimento das empresas industriais⁸³. Apesar disso, há sectores da indústria transformadora com posição relevante e activa, no mercado de capitais (v.g. produtos minerais não metálicos, ou papel, artes gráficas e edição), pelo que haverá que procurar as razões para a situação descrita "no interior" deste sector de actividade.

⁸³ Note-se que a indústria transformadora não surge, na Bolsa de Valores de Lisboa, com o mesmo peso que tem no Produto Interno Bruto (cerca de 38.7%, segundo dados do Instituto Nacional de Estatística, relativos a 1995).

Esta quase total ausência do sector têxtil e de vestuário dos mercados de capitais ultrapassa as fronteiras nacionais. Mais uma vez, "lutando" contra a falta de informação, e somente a título de exemplo, registre-se que, numa das mais representativas Bolsas Europeias, o panorama não é muito diferente:

Quadro 6.11 - Bolsa de Londres (1997)

	<i>Cap. Bolsista</i>	<i>%</i>
Sector Têxtil e de Vestuário	2 194.7	0.2%
Indústria Transformadora	164 535.6	16.4%
Capitalização Bolsista	1 003 608.7	100.0%

Valores em Milhões de Libras

Fonte: London Stock Exchange

Esta realidade leva a que vários consultores na área têxtil, bem como reputados especialistas em mercados de capitais, sejam confrontados com um incómodo "Porquê?", em relação ao qual se obtêm algumas respostas interessantes:

"O número de empresas (do sector têxtil) cotadas na bolsa é de um modo geral diminuto, com excepção das empresas de fibras têxteis. Há desconfiança das empresas, cuja base accionista é sobretudo familiar, e do mercado, que desvaloriza a qualidade da informação contabilística prestada... Tem de se apresentar um determinado projecto para os investidores poderem ir sendo alimentados com essa base previsional. Não pode ser só a rendibilidade actual, tem de haver um projecto de crescimento para que o mercado possa acreditar que haverá uma trajectória com sucesso."

in Diário Económico, 30-11-98

"Tenho fé que o sector têxtil na bolsa pode ser importante para o futuro. Eu diria que é um ponto muito importante para capitalizar as empresas e mundializá-las, quando se tem uma boa ideia capaz de se desenvolver. O que não tem sentido é uma empresa que não tenha um conceito global e de logística querer entrar na bolsa para pedir dinheiro e metê-lo ao bolso. Quando alguém tem vocação de mundialização, porque não?"

Jaime Tusell, Kurt Salmon Associates

in Diário Económico, 30-11-98

6.5. Finanças de Pequenas e Médias Empresas, no sector têxtil e de vestuário

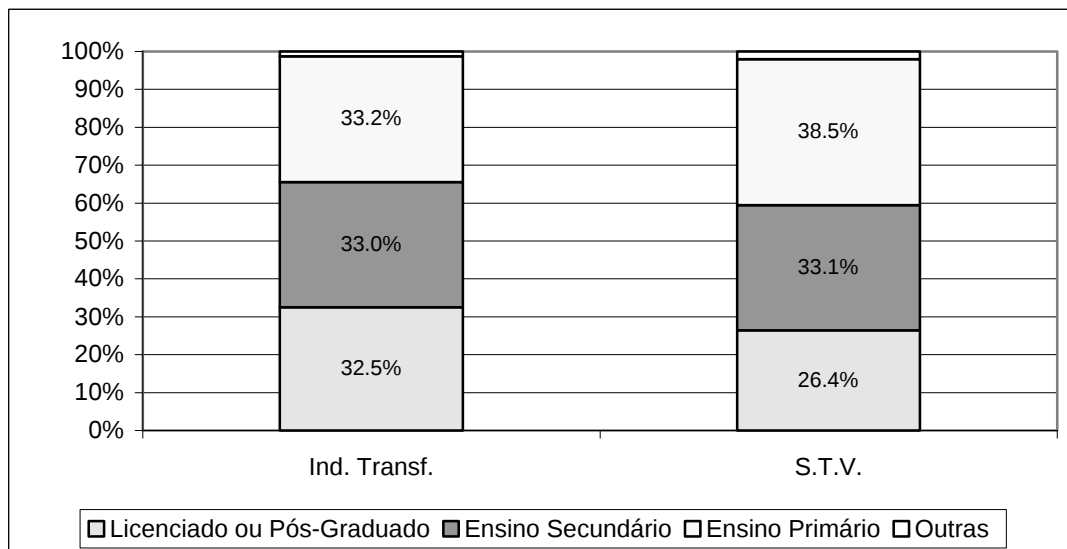
Procurar, no sector têxtil e de vestuário, indícios dos factores apontados, ora como premissas, ora como consequências, da existência de uma subdisciplina denominada "Finanças de Pequenas e Médias Empresas" é uma tarefa que depara com obstáculos: umas vezes, a inexistência de dados (por exemplo, em relação à multiplicidade de objectivos); outras, a dificuldade em encontrar variáveis que operacionalizem determinados conceitos (por exemplo, custos de agência e de transacção).

Apesar destas dificuldades, foram construídos alguns indicadores que permitem avaliar em que medida é que as "Finanças de Pequenas e Médias Empresas" contribuem para uma correcta percepção das características do sector têxtil e de vestuário nacional. A apresentação e análise destes elementos será realizada nos capítulos subsequentes.

6.5.1. Premissas

Começando pelos factores que, de uma perspectiva teórica, foram referidos como diferentes premissas, quando o objecto de estudo da Teoria Financeira são as Pequenas e Médias Empresas, sobressaem aspectos que possibilitam inferir ilações relacionadas quer com a qualificação profissional do proprietário-gestor e dos funcionários das empresas, quer com a eventual "escassez de recursos" (cf. 3.1.6. O "capital humano").

Gráfico 6-1 - Qualificação profissional dos empresários



Fonte: Dinâmia (1998) - Dados referentes a 1994 e 1995

A qualificação profissional dos empresários do sector têxtil e de vestuário é, em média, a mais baixa de toda a Indústria Transformadora, estando patente uma menor percentagem de licenciados a dirigir os destinos das empresas têxteis e de vestuário. Admitindo que esta situação constitui "algo de menos bom", é possível alargar esta conclusão ao restante "capital humano":

Quadro 6.12 - Qualificação profissional dos trabalhadores

	Ind. Transf.	S.T.V.
Taxa de Escolarização Pós-Básica	34.6%	27.2%
Taxa de Licenciados	5.1%	2.6%
Taxa de Trabalhadores Indirectos	20.9%	12.7%
Investimento <i>per capita</i> em formação (cts./ano)	35.3	32.1

Fonte: Dinâmia (1998) - Dados referentes a 1994 e 1995

Estes resultados evidenciam que a percentagem de trabalhadores com graus de escolaridade mais elevados é bastante mais baixa no sector têxtil e de vestuário (a taxa de licenciados é cerca de metade da média da indústria transformadora). Este facto é agravado com a análise do recurso a acções de educação contínua: os níveis de investimento *per capita* em formação contínua também são os mais baixos de toda a indústria transformadora.

A observação do conjunto de informações apresentadas permite deduzir que o sector têxtil e de vestuário português emprega "capital humano" menos qualificado, quer em termos de formação geral, quer em termos de formação específica, sendo de aceitar que a aprendizagem ocorre no local de trabalho (potenciando, então, erros e decisões menos correctas).

A ideia de Welsh e White (1981), que se traduziu no conceito de "escassez de recursos", parece encontrar algum acolhimento nesta área industrial: partindo ainda do último quadro, a taxa de trabalhadores indirectos é acentuadamente menor⁸⁴, ou seja, a grande maioria dos trabalhadores dedica-se à actividade produtiva, sendo disponibilizadas menos pessoas para os serviços de apoio (área financeira, jurídica, de marketing, de planeamento e controlo de gestão, de informática, de formação, entre outras). Não adviriam daqui grandes inconvenientes para as empresas deste sector, caso estas tarefas fossem desempenhadas por profissionais exteriores à empresa:

Quadro 6.13 - Percentagem de empresas que recorreram a serviços externos

	<i>Ind. Transf.</i>	<i>S.T.V.</i>
Consultoria Técnica	14.2%	11.9%
Software desenvolvido à medida	30.5%	21.6%
Formação Profissional	18.6%	13.6%
Marketing e publicidade	16.9%	9.9%
Consultoria financeira	13.5%	13.9%
Serviços de Contabilidade	44.1%	37.2%

Fonte: Dinâmia (1998) - Dados referentes a 1994 e 1995

Porém, o estudo deste conjunto de indicadores não valida essa hipótese, bem pelo contrário: a subcontratação dos serviços descritos é, na maioria dos casos, inferior à média da indústria transformadora, com a significativa excepção da Consultoria Financeira.

⁸⁴ Constitui mesmo a taxa mais baixa de toda a indústria transformadora.

Os elementos descritos vão de encontro a referências teóricas (cf. 3.1.6. O "capital humano"), segundo as quais, em contextos dominados por Pequenas e Médias Empresas, as equipas de gestão tendem a ser incompletas, registando-se a possibilidade de faltarem competências técnicas específicas.

Ainda que não se tenha conseguido obter dados que fundamentassem esta convicção, pensa-se ser de aceitação generalizada que a grande maioria das empresas têxteis e de vestuário definem como objectivo genérico a "Sobrevivência", na acepção atribuída por Osteryoung *et al.* (1997) (cf. 3.1.5. Objectivos múltiplos). Por isso, é de ter sempre presente que se enfrentará uma grande resistência à perda do controlo sobre os desígnios da empresa e, conseqüentemente, que determinadas soluções de financiamento estão "interditas" (cf. 4.2.2.2. A causa reside na procura de fundos).

6.5.2. Consequências

6.5.2.1. Política de investimento

O sector têxtil e de vestuário é composto por dois segmentos diferenciados, no que respeita à intensidade de capital fixo necessário para desenvolver a actividade operacional: o subsector têxtil mostra uma natureza mais intensiva em capital, ao passo que o subsector de vestuário está muito mais assente no factor trabalho. Como será de esperar, estas características têm profundas implicações na política de investimento destas empresas:

Quadro 6.14 - Investimento

	<i>Ind. Transf.</i>	<i>Sector Têxtil</i>	<i>Sector Vestuário</i>
Investimento Médio (em contos)	73 368	49 187	20 079
Esforço de Investimento face às Vendas	9.31%	10.32%	6.29%
Peso Activo Imobilizado no Activo Total	48.96%	47.06%	34.77%

Fonte: Banco de Portugal - Quadros de Situação Sectoriais (1995-1997)

Considerando a informação obtida, em resultado do tratamento dos dados dos Quadros de Situação Sectoriais, do Banco de Portugal, infere-se que, em termos absolutos, as empresas de ambos os segmentos investem menos, em média, do que a generalidade da Indústria Transformadora. Todavia, quando se relativizam os valores do investimento (dividindo o montante do investimento pelo montante das vendas), é perceptível que, pelo menos no período em questão, o sector têxtil revela um esforço de investimento mais alto⁸⁵ (10.32%) do que o despendido pela Indústria Transformadora (9.31%), notando-se uma percentagem significativamente mais baixa no sector de vestuário (6.29%). Esta informação, relativa a um período específico (de 1995 a 1997), encontra reforço na análise do peso do activo imobilizado no activo total, confirmando-se uma menor apetência do subsector de vestuário para o investimento.

O estudo elaborado pela Dinâmia (1998) chega a conclusões semelhantes, sendo de referir o nível de investimento do sector têxtil e de vestuário (no seu conjunto), que é classificado como "o mais baixo da indústria transformadora", bem como o caso particular da quase inexistência de esforço de investigação e desenvolvimento (cerca de 8.3% do efectuado pela indústria transformadora), evidência de um activo quase integralmente formado por componentes "tangíveis".

Quadro 6.15 - Montante de investimento em relação às vendas

	<i>Ind. Transf.</i>	<i>S.T.V.</i>
Esforço de Investimento	10.4%	9.1%
Esforço de Investigação e Desenvolvimento	0.60%	0.05%

Fonte: Dinâmia (1998) - Dados referentes a 1994 e 1995

Para tentar avaliar em que medida se procede a uma diversificação dos investimentos, como forma de minorar o risco não sistemático a que os proprietários-gestores estão expostos, calculou-se a expressão do Imobilizado Financeiro no Total do Activo. Observa-se que essa percentagem é muito mais baixa nos subsectores têxtil e de

⁸⁵ Deve dar-se em atenção ao potencial efeito de sistemas de incentivos ao investimento especificamente desenhados para o sector têxtil (Programa de Incentivos à Modernização da Indústria Têxtil - I.M.I.T.).

vestuário do que na indústria transformadora, não se comprovando, assim, grande preocupação com a diversificação das actividades, face ao que acontece na indústria transformadora.

Quadro 6.16 - Expressão do Imobilizado Financeiro no Total do Activo

	<i>Ind. Transf.</i>	<i>Sector Têxtil</i>	<i>Sector Vestuário</i>
% Imob. Financeiro no Total do Activo	7.85%	6.04%	2.91%

Procurando enriquecer estes elementos de natureza quantitativa com a experiência pessoal, pode-se afirmar que a prática valida as referências teóricas ao facto de, em muitos casos, a decisão de investimento não se nortear por critérios de análise do tipo valor actualizado líquido, ou taxa interna de rendibilidade. Na realidade, segundo as declarações de alguns empresários do sector têxtil e de vestuário (em entrevistas várias à comunicação social), as deliberações sobre os projectos são tomadas com base em "pressentimentos" sobre a evolução da conjuntura económica. Ora numa actividade condicionada por uma procura volátil (resultante de uma especialização industrial no "trabalho a feitiço", que ainda vai constituindo a "imagem de marca" do sector), há pouco espaço para investimentos de natureza estratégica, reconhecendo-se algum fundamento para a "hipótese de não investimento" (cf. 4.1. Política de investimento).

A resolução de não investir (ou de investir pouco) é influenciada por considerações ligadas à manutenção do controlo dos desígnios da empresa, o que demonstra uma sujeição das decisões de investimento, em relação ao financiamento. Num contexto caracterizado por "P.M.E. Sobrevivência" e por empresas familiares, a regra geral é a de só serem concretizados os investimentos que não coloquem em causa a independência da empresa. Explicar-se-á, talvez, deste modo, que o sector têxtil e de vestuário seja o melhor cliente industrial do sistema bancário.

6.5.2.2. Estrutura de capitais

6.5.2.2.1. Capitais próprios

As reflexões "teóricas" realizadas em torno do problema da estrutura de capitais nas Pequenas e Médias Empresas sugerem que estas organizações, quando confrontadas com a pergunta "capitais internos ou capitais externos?", respondem "capitais internos". Porém, em função dos inúmeros obstáculos associados à angariação deste tipo de fundos (cf. 4.2.3. Capitais internos), as empresas que pretendem crescer acabam por se ver forçadas a abdicar deste princípio.

Esta descrição assenta bem ao sector têxtil e de vestuário português. Com efeito, conforme é patente no Quadro 6.17, os níveis de Autonomia Financeira (peso dos capitais próprios no total do activo das empresas) da indústria têxtil e, sobretudo, do subsector de vestuário são muito inferiores à média da indústria transformadora nacional.

Quadro 6.17 - Financiamento por capitais próprios

	<i>Ind. Transf.</i>	<i>Sector Têxtil</i>	<i>Sector Vestuário</i>
Autonomia Financeira	41.2%	37.4%	30.9%
Autonomia Financeira Corrigida	43.6%	42.7%	36.6%
Diferença	2.4%	5.3%	5.7%

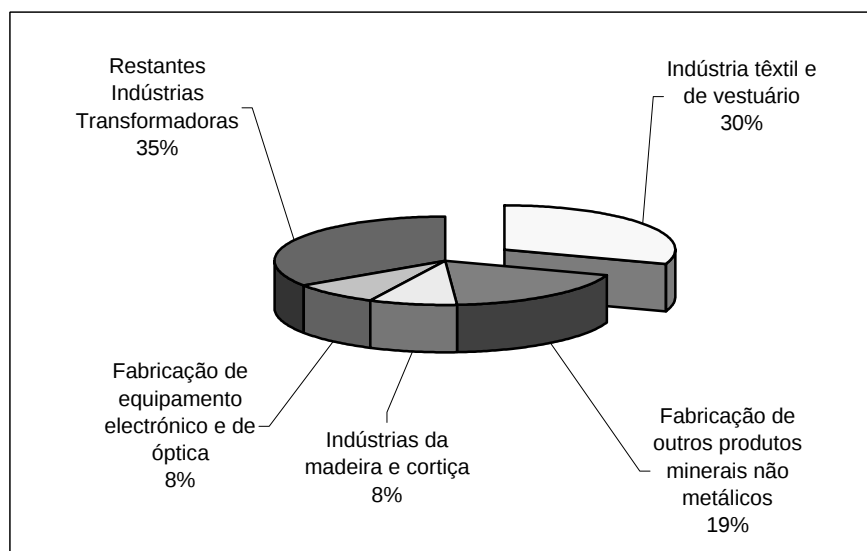
Fonte: Banco de Portugal - Quadros de Situação Sectoriais (1995-1997)

O nível inferior da Autonomia Financeira mantém-se, quando se introduz a correcção proposta por Ang (1991, 1992), de acordo com a qual os empréstimos de accionistas (suprimentos) deverão ser tratados como se fossem capitais próprios, dada a sua relevância em Pequenas e Médias Empresas. Essa importância também é explicitada neste quadro (note-se que a diferença entre a Autonomia Financeira Corrigida e a Autonomia Financeira é maior no sector têxtil e de vestuário do que na indústria transformadora), verificando-se que a percentagem de capitais próprios dos subsectores que são objecto de estudo continua inferior, embora haja uma redução do diferencial

face à indústria transformadora, quando se considera a "Autonomia Financeira Corrigida".

O panorama descrito indicia uma manifesta insuficiência dos capitais próprios internos (financiamento do proprietário, da família e das "pessoas próximas"), mas também deixa antever a pouca importância das alternativas para angariar capitais próprios externos. Na verdade, com honrosas excepções, não é de esperar que, numa indústria "madura", surjam muitas iniciativas capazes de gerar as taxas de retorno exigidas por investidores particulares e por sociedades de capital de risco (cf. 4.2.4.1. Capitais próprios), na exacta acepção do termo (parceria entre investidor e empresário). Naquilo que denota um aparente contra-senso, o sector têxtil detém alguma expressão na carteira de investimentos das empresas de capital de risco (17,4% do total e 30.2% das participações em empresas da indústria transformadora⁸⁶), mas tal facto decorre da ideia de "hospital de empresas", com que o capital de risco nasceu rotulado, em Portugal⁸⁷.

Gráfico 6-2 - Participações das Sociedades de Capital de Risco, por sector (1996)



Fonte: Coopers & Lybrand e Associação Portuguesa de Capital de Risco (1997)

⁸⁶ Dados contidos em Coopers & Lybrand e Associação Portuguesa de Capital de Risco (1997).

⁸⁷ Esta asserção é confirmada pela Associação Portuguesa de Capital de Risco (1999).

Perante estas circunstâncias, é previsível que o caminho para as empresas têxteis e de vestuário passe por recorrer a capital alheio. Contudo, antes de entrar nessa fase, é curioso fazer menção às soluções de improviso (cf. 4.2.3.3. Remedeios...), a que se vai lançando mão, para contornar as dificuldades que vêm sendo salientadas.

O "remedio" mais fácil de detectar, tendo por base Demonstrações Económico-Financeiras sectoriais, é a subcontratação:

Quadro 6.18 - Subcontratação

	<i>Ind. Transf.</i>	<i>S.T.V.</i>
Percentagem de Subcontratação de operações de fabrico	45.8%	65.1%

Fonte: Dinâmia (1998) - Dados referentes a 1994 e 1995

As empresas têxteis e de vestuário configuram o sector da indústria transformadora que mais subcontrata operações de fabrico (65.1%), distanciando-se, de forma acentuada da média do conjunto das empresas transformadoras. Com este procedimento, evita-se o investimento em capital fixo e, por arrastamento, a necessidade de obter capital. A situação focada não passa de um exemplo, que pode ser acompanhado da enumeração de outras práticas frequentes entre as empresas do sector, tais como:

- o empréstimos de equipamentos especializados (máquinas), para executar certas operações (por norma, de cariz não recorrente) de um processo produtivo específico;
- o pedidos de antecipação de pagamento, em relação ao prazo normal (sem custos financeiros adicionais), beneficiando da cooperação de empresas que integram a mesma "rede" de trabalho (cf. 6.5.2.3. Gestão financeira de curto prazo);
- o participação em projectos comuns, cujos custos não seriam suportáveis pelas empresas, individualmente. Neste âmbito, merecem destaque as iniciativas que têm procurado contribuir para uma definição estratégica das empresas do sector.

6.5.2.2.2. *Capitais alheios*

Quadro 6.19 - Estrutura do Passivo corrigido

INDÚSTRIA TRANSFORMADORA				
<i>Constituição do Passivo</i>	<i>MLP</i>	<i>CP</i>	<i>Total</i>	<i>%</i>
Obrigações e Títulos de Participação	16 855	1 980	18 835	5.7%
Financiamento Bancário	60 273	68 083	128 356	38.7%
% - Distribuição Financiamento Bancário	47.0%	53.0%	100.0%	-
Fornecedores de Imobilizado	3 075	7 529	10 604	3.2%
Estado	8 521	26 308	34 829	10.5%
Fornecedores	-	103 033	103 033	31.0%
Outros	8 868	27 418	36 286	10.9%
Total	97 592	234 352	331 944	100.0%
Percentagem do Total	29.4%	70.6%	100.0%	-

INDÚSTRIA TÊXTIL				
<i>Constituição do Passivo</i>	<i>MLP</i>	<i>CP</i>	<i>Total</i>	<i>%</i>
Obrigações e Títulos de Participação	3 104	1 479	4 583	1.9%
Financiamento Bancário	47 676	46 563	94 239	39.7%
% - Distribuição Financiamento Bancário	50.6%	49.4%	100.0%	-
Fornecedores de Imobilizado	2 932	5 681	8 612	3.6%
Estado	10 776	16 159	26 935	11.3%
Fornecedores	-	73 179	73 179	30.8%
Outros	13 793	16 262	30 055	12.6%
Total	78 280	159 323	237 604	100.0%
Percentagem do Total	32.9%	67.1%	100.0%	-

INDÚSTRIA DE VESTUÁRIO				
<i>Constituição do Passivo</i>	<i>MLP</i>	<i>CP</i>	<i>Total</i>	<i>%</i>
Obrigações e Títulos de Participação	441	248	689	0.5%
Financiamento Bancário	13 197	24 646	37 843	29.7%
% - Distribuição Financiamento Bancário	34.9%	65.1%	100.0%	-
Fornecedores de Imobilizado	772	2 073	2 845	2.2%
Estado	2 618	11 779	14 397	11.3%
Fornecedores	-	52 741	52 741	41.3%
Outros	6 942	12 163	19 105	15.0%
Total	23 972	103 650	127 622	100.0%
Percentagem do Total	18.8%	81.2%	100.0%	-

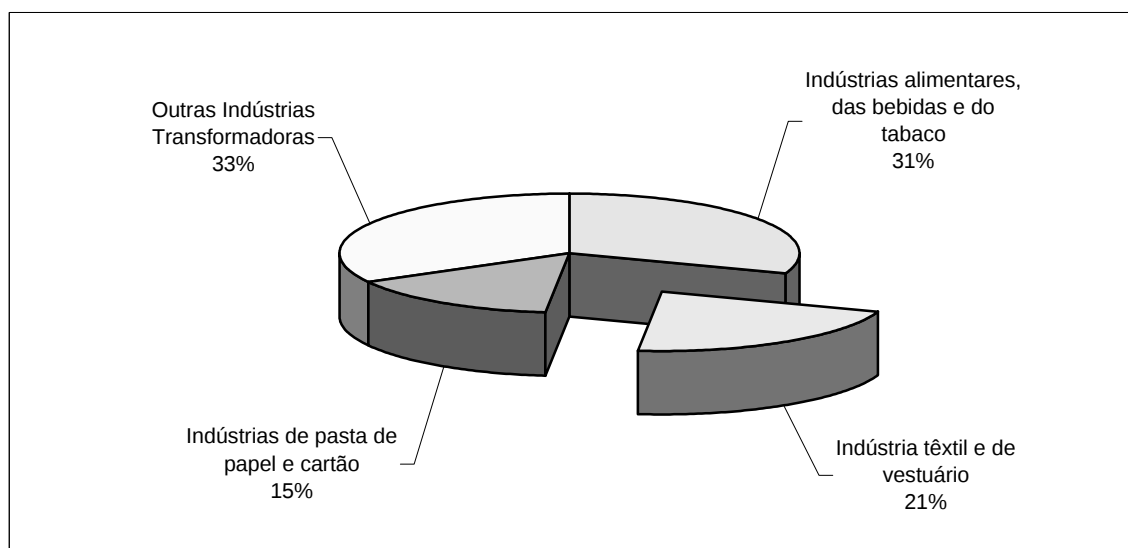
Fonte: Banco de Portugal - Quadros de Situação Sectoriais (1995-1997)

Uma das referências quase omnipresente na exploração do corpo teórico das Finanças de Pequenas e Médias Empresas foi a grande dificuldade em encarar o mercado de capitais como potencial origem de fundos para as Pequenas e Médias Empresas. Mais uma vez, se encontra correspondência prática, na aplicação ao sector têxtil e de

vestuário: a emissão de obrigações (e instrumentos financeiros semelhantes) tem uma expressão muito inferior, na estrutura de financiamento das empresas quer da indústria têxtil, quer da indústria de vestuário, tomando, de novo, como padrão, o conjunto das empresas transformadoras.

Embora não sejam elementos directamente associáveis ao exposto no parágrafo anterior, não deixa de ser pertinente mencionar que, para um instrumento de financiamento mais vocacionado para o curto prazo (pelo menos em teoria), como o papel comercial, a expressão do sector têxtil e de vestuário, no volume total das emissões não é, de forma alguma, negligenciável:

Gráfico 6-3 - Percentagem do valor das emissões de papel comercial, em 1997

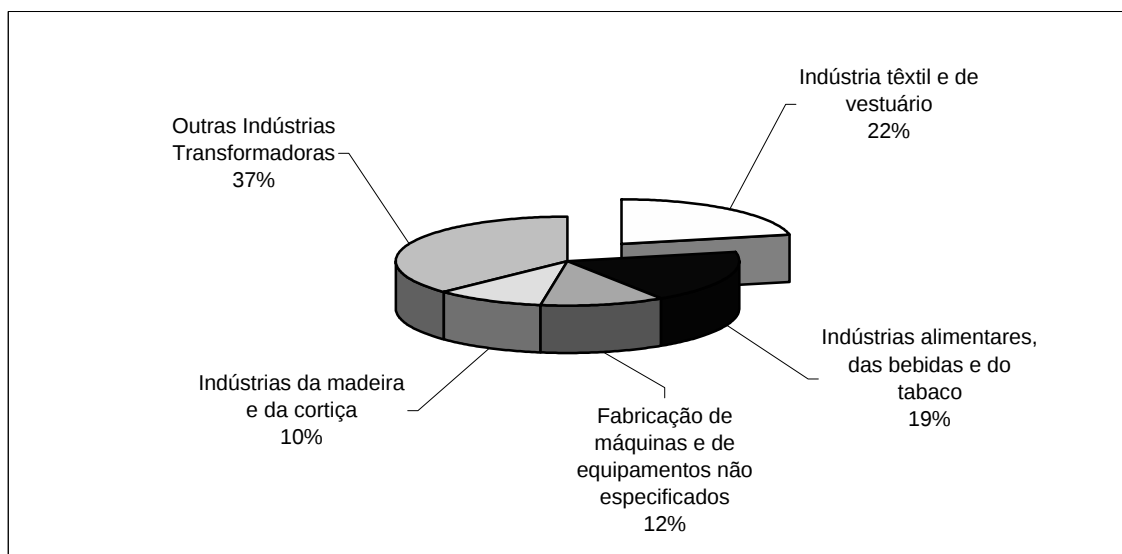


Fonte: Estatísticas do Banco de Portugal

Esta presença mais activa, como cliente de um produto financeiro de mercado, menos exigente nos requisitos de acesso e no tipo de informação a prestar e destinado a níveis de financiamento mais baixos convida à reflexão: será lícito supor que o afastamento das empresas do sector têxtil e de vestuário dos mercados de capitais resultará das exigências impostas a uma sociedade que pretende ver as suas acções ou obrigações cotadas, ou, então, exclusivamente de um problema de dimensão.

Convém não esquecer, no entanto, que as emissões de papel comercial, geralmente, são "tomadas firmes" por um conjunto de instituições financeiras, transformando-se, em termos práticos (pelo menos do ponto de vista da empresa), em financiamento bancário. Assim, a informação respeitante ao papel comercial deve ser interpretada em conjunto com dados referentes ao financiamento bancário: no cômputo total do crédito bancário concedido à indústria transformadora, o sector têxtil e de vestuário é o sector com maior importância (22% do total).

Gráfico 6-4 - Percentagem do crédito bancário concedido, em 1997



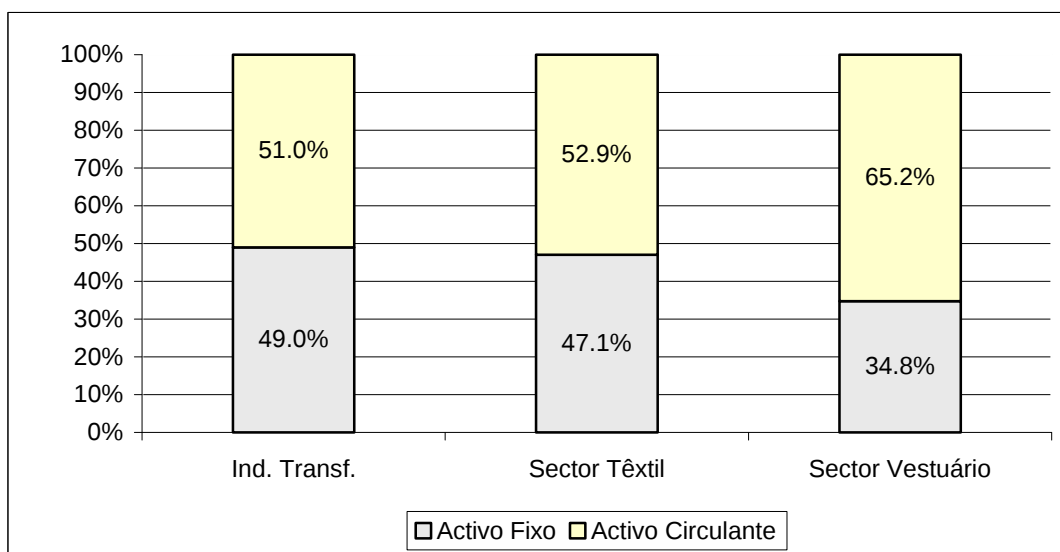
Fonte: Estatísticas do Banco de Portugal

Já não na perspectiva das instituições financeiras, mas do ponto de vista das empresas têxteis, é de realçar que o crédito bancário tem um peso superior ao conseguido no conjunto da indústria transformadora. Todavia, é interessante observar que a estrutura do passivo das empresas do subsector do vestuário não é semelhante: o financiamento bancário representa 38.7% do total do passivo das indústrias transformadoras, 39.7%, no seio da fileira têxtil e, apenas 29.7% no subsector de vestuário. Este facto não encerra em si nada de surpreendente: conforme foi explicitado (cf. 6.5.2.1. Política de investimento), as empresas têxteis têm um processo produtivo mais intensivo em capital do que as de vestuário. Deste modo, o "capital fixo" disponível para servir de garantia aos empréstimos bancários é muito superior na área têxtil, quando comparada com o

subsector de vestuário que, por esta razão, se "vê obrigado" a depender muito mais dos seus fornecedores.

As garantias reais ou pessoais que se associam a um financiamento bancário constituem, na maior parte das vezes, o factor que determina a concessão de crédito a Pequenas e Médias Empresas (cf. 4.2.4.2.5. Financiamento bancário). Por outro lado, também se evidenciou que as empresas com composições do activo em que o imobilizado corpóreo predomina dispõem de um conjunto de equipamentos susceptíveis de serem oferecidos como garantia real para um financiamento bancário. Ora, no caso do sector têxtil, estes bens até podem ser negociados num mercado de usados relativamente eficiente, em que actuam vários compradores e vendedores, o que faz com que as instituições financeiras lhes atribuam um valor superior. A estrutura média do Activo da indústria transformadora e do sector têxtil e de vestuário é ilustrada pelo gráfico que se segue:

Gráfico 6-5 - Estrutura do Activo



Fonte: Banco de Portugal - Quadros de Situação Sectoriais (1995-1997)

Resumindo as considerações efectuadas acerca do recurso ao financiamento bancário, pode afirmar-se que o subsector têxtil está muito dependente desta origem de fundos, indo de encontro ao previsto em Finanças de Pequenas e Médias Empresas (cf. 4.2.4.2.5. Financiamento bancário), salvaguardando que, na indústria de vestuário a

situação é algo diferente, não se notando tanta expressão dos bancos no conjunto dos credores das empresas.

A distribuição do Passivo por prazos também merece alguma reflexão. Os elementos do Quadro 6.19 permitem uma observação interessante: apesar da maioria das empresas ter uma composição do Passivo em que prevalece o endividamento de curto prazo, não é menos verdade que, neste aspecto, o subsector de vestuário se destaca (só 18.8% de endividamento de médio e longo prazo), ao passo que a indústria têxtil (com 32.9%) apresenta um maior peso deste tipo de financiamento, face à média da indústria transformadora (que se situa nos 29.4%).

A hierarquia de valores é mantida, se for tido em conta exclusivamente o crédito bancário: recorrendo também aos dados do Quadro 6.19, é possível inferir que, na mais importante origem de capitais alheios, é dominante o financiamento de curto prazo, com a excepção da indústria têxtil, em que o endividamento bancário de médio e longo prazo atinge 50.6% do total do crédito concedido às empresas do sector, pelos bancos. Na fileira de vestuário, a menor expressão do financiamento bancário é acompanhada de uma forte tendência para privilegiar empréstimos com vencimentos mais curtos (67.1% do total).

Lembre-se, a este respeito, que um dos elementos que se apontou como presumível causa para a preferência pelo endividamento de curto prazo foi a assimetria de informação: as instituições financeiras, cientes de um maior risco inerente às empresas de vestuário, poderão orientar as negociações, no sentido de fomentar contactos (e avaliações) mais frequentes (cf. 4.2.4.2.7. A tendência para o endividamento de curto prazo). Esta ideia, embora não negligenciável, poderá não ser o motivo mais sólido...

A composição do activo, factor já mencionado como uma das razões para justificar diferentes importâncias relativas do financiamento bancário, na indústria transformadora, no subsector têxtil e na indústria de vestuário, também será, em boa parte, responsável pela "maturidade" dos financiamentos conseguidos pelos diversos

agregados que estão a ser estudados. A situação relevante da indústria de vestuário decorre, em grande medida, de uma menor necessidade de capitais permanentes, uma vez que o investimento em activo imobilizado é muito inferior à média, quer do subsector têxtil, quer da indústria transformadora.

Quadro 6.20 - Capitais permanentes e relação com o Activo

	<i>Ind. Transf.</i>	<i>Sector Têxtil</i>	<i>Sector Vestuário</i>
Capitais Permanentes / Total do Activo	57.3%	58.4%	45.4%
Taxa de Cobertura do Imobilizado	116.9%	124.2%	130.5%
Passivo corrigido MLP / Total do Activo	13.6%	17.0%	10.7%
Passivo corrigido CP / Total do Activo	32.7%	36.5%	48.8%

Fonte: Banco de Portugal - Quadros de Situação Sectoriais (1995-1997)

Saliente-se ainda que, do ponto de vista do cumprimento da "regra da correspondência temporal" entre capitais permanentes e activo imobilizado, todos os agregados registam, em termos médios, uma situação aparentemente equilibrada, sendo seguro que no sector têxtil e de vestuário, em média, se depara com taxas de cobertura do imobilizado pelos capitais permanentes superiores às da indústria transformadora. Uma análise precipitada conduziria a acreditar que as empresas do sector têxtil e de vestuário conseguem estruturar as suas origens de fundos de forma equilibrada (embora com alguma insuficiência de capitais próprios). Mas, reflectindo de forma mais aprofundada, nasce uma dúvida: será que, nesta relação, a variável independente é a composição do activo e a variável dependente é a composição do passivo, ou ocorrerá o contrário, isto é, a composição do activo é que é determinada em função das restrições financeiras?

A resposta é difícil, mas elementos como os enunciados acerca do recurso à subcontratação induzem uma certa tendência para preferir a segunda hipótese.

Um outro aspecto fundamental para a explicação da estrutura de capitais do sector têxtil e de vestuário é a remuneração dos capitais próprios e alheios investidos nas empresas. Esquecendo, por momentos, que as Demonstrações Económico-Financeiras das Pequenas e Médias Empresas podem estar enviesadas, como resultado da influência de vários factores (cf. 5. Consequências das diferenças: análise e avaliação das Pequenas e

Médias Empresas), são pertinentes algumas reflexões. Começando, pelos capitais próprios, o quadro seguinte é exemplificativo:

Quadro 6.21 - Indicadores de rendibilidade

	<i>Ind. Transf.</i>	<i>Sector Têxtil</i>	<i>Sector Vestuário</i>
Rendibilidade dos Capitais Próprios	4.91%	1.39%	2.50%
Rendibilidade das Vendas	1.84%	0.50%	0.54%
Rendibilidade do Activo	5.86%	4.21%	4.97%

Fonte: Banco de Portugal - Quadros de Situação Sectoriais (1995-1997)

De facto, a rendibilidade dos capitais próprios⁸⁸ do sector têxtil e de vestuário é muito mais baixa que a da média da amostra das empresas constituintes da indústria transformadora. A rendibilidade das vendas vem reforçar essa indicação. Conquanto estas conclusões se enquadrem num cenário macroeconómico caracterizado por algumas dificuldades no sector têxtil e de vestuário português, devido à concorrência acrescida dos países asiáticos e da Europa de Leste, é necessário ter presente que, juntando a ideia de maior predominância de Pequenas e Médias Empresas no sector têxtil e de vestuário, com a "flexibilidade de construção contabilística" (para minimizar a "factura" fiscal), a que também já se aludiu, corre-se o risco de estar a retirar ilações menos correctas. Não parece possível decidir se os resultados obtidos espelham ou não a realidade.

Entrando na análise da remuneração do capital alheio, encontra-se algum fundamento para uma realidade que é lamentada por muitos empresários do sector têxtil e de vestuário: as instituições financeiras praticam taxas de juro mais elevadas quando financiam estas empresas.

⁸⁸ A rendibilidade dos capitais próprios, calculada através da divisão do Resultado Líquido, pelo Total do Capital Próprio não é (longe disso) uma medida perfeita do retorno dos accionistas. Por um lado, o Total do Capital Próprio não é, forçosamente, o capital investido pelos accionistas na empresa; pelo outro, o Resultado Líquido não é o fluxo financeiro recebido pelos accionistas, como remuneração do capital. De qualquer forma, ponderando as características específicas da base de dados utilizada, é a melhor estimativa susceptível de ser construída.

Quadro 6.22 - Remuneração do Passivo

	<i>Ind. Transf.</i>	<i>Sector Têxtil</i>	<i>Sector Vestuário</i>
Juros Suportados / Passivo Remunerado	9.91%	10.30%	14.37%
Juros Suportados / Produção	2.18%	2.83%	2.27%

Fonte: Banco de Portugal - Quadros de Situação Sectoriais (1995-1997)

Com efeito, a relação entre os Juros Suportados e o Passivo remunerado patenteia uma discriminação clara, visível na comparação entre subsector têxtil e indústria transformadora, mas que afecta mais as empresas da indústria de vestuário. As razões para tal facto podem passar pela já citada composição do activo (dada a menor capacidade de concessão de garantias, a banca cobra taxas de juro mais elevadas), pelos níveis de rendibilidade mais baixos, pelo risco de sector (os "tais" cenários macroeconómicos que, desde há dez anos a esta parte, prevêem uma "catástrofe", que ainda não se verificou, terão alguma influência nos modelos de avaliação utilizados pelas instituições financeiras), sem esquecer a menor esperança de vida das Pequenas e Médias Empresas, predominantes no sector.

Ainda no âmbito das justificações para as empresas do sector têxtil e de vestuário apresentarem custos de financiamento mais elevados, importa nomear Levratto (1996) que, quanto à generalidade das Pequenas e Médias Empresas, sugere a eventual dependência de um reduzido número de clientes, ou mesmo a possibilidade de as organizações serem meras subcontratadas, em regime de quase exclusividade, por Grandes Empresas multinacionais (estando, em consequência, "manietadas" por um fortíssimo poder negocial dos clientes e enfrentando um risco comercial acrescido). O objecto de estudo de Levratto não era o sector têxtil e de vestuário português, mas podia perfeitamente sê-lo...

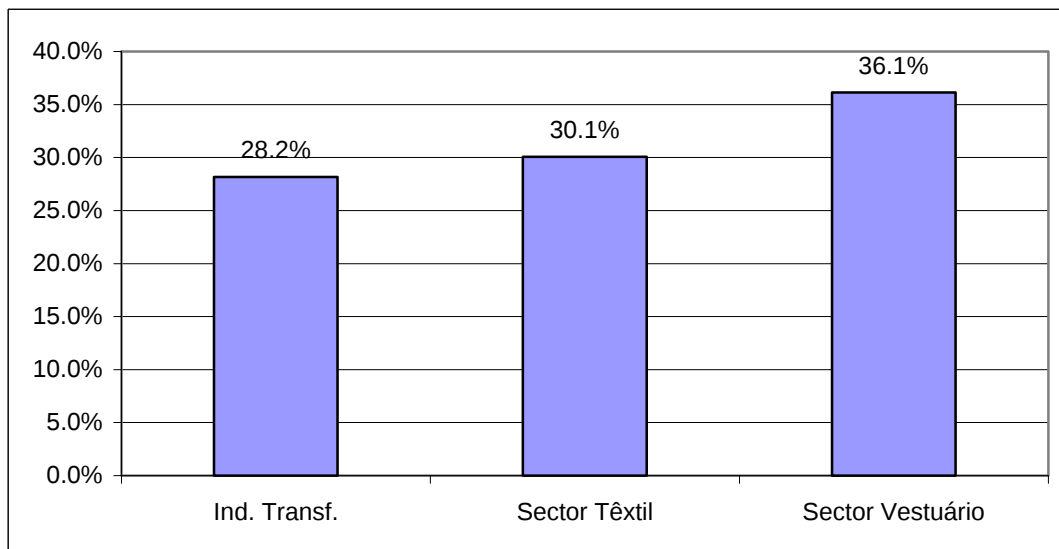
O peso dos encargos financeiros face à produção, mencionado por Cadilhe (1992), como indicador da insuficiência de capitais próprios (e, logicamente, também da dependência dos capitais alheios), atinge valores mais elevados, no sector têxtil e de vestuário, do que na indústria transformadora. Tal acontece com maior ênfase na fileira têxtil, mas quando se atenta no valor obtido para a indústria de vestuário, é preciso lembrar que este indicador apenas considera o passivo directamente remunerado. Já se assinalou, aliás,

que este último subsector está muito sujeito à disponibilidade de crédito comercial (concedido pelos fornecedores), revelando uma característica que será aprofundada no capítulo subsequente. Acrescente-se ainda que, a percentagem obtida se situa entre os dois e os três por cento, algo que, *a priori*, não parece muito elevado. No entanto, estes valores devem ser interpretados à luz das baixas rendibilidades dos capitais próprios calculadas, bem como dos níveis excepcionalmente reduzidos assumidos pelas taxas de juro de mercado, no período em questão (de 1995 a 1997).

6.5.2.3. Gestão financeira de curto prazo

A relevância do crédito comercial no financiamento das Pequenas e Médias Empresas é incontornável, como referência teórica (cf. 4.4. Gestão financeira de curto prazo). Paralelamente, o desenvolvimento de relações de confiança na cadeia de valor também foi apontado como uma das alternativas, à disposição das Pequenas e Médias Empresas, para tornar os problemas de angariação dos fundos necessários ao desenvolvimento das suas actividades.

O esboço traçado pelas "Finanças de Pequenas e Médias Empresas" serve de "retrato-robot" do sector têxtil e de vestuário nacional. A importância dos fornecedores, como origem de fundos das empresas têxteis e de vestuário, já havia sido demonstrada no Quadro 6.19, mas essa ideia surge reforçada pelo gráfico 6-6.

Gráfico 6-6 - Percentagem do Activo circulante financiada pelos fornecedores

Fonte: Banco de Portugal - Quadros de Situação Sectoriais (1995-1997)

A dependência do crédito comercial, no sector têxtil e de vestuário, é muito maior do que no conjunto da indústria transformadora, o que leva a crer que, por certo, se procuram estabelecer ligações de confiança na cadeia de valor (assentes em valiosíssimos activos para as Pequenas e Médias Empresas, tais como os relacionamentos e a reputação), para suprir a dificuldade em conseguir capital. No capítulo teórico dedicado ao crédito comercial, fez-se referência ao facto desse crédito ter implícitos custos de oportunidade, originários do não aproveitamento de descontos de pronto pagamento propostos como alternativa a um prazo de pagamento mais longo. Como é que o sector têxtil e de vestuário se perfila perante esta questão?

Quadro 6.23 - Relação entre os Proveitos Financeiros e os Consumos Intermédios

	<i>Ind. Transf.</i>	<i>Sector Têxtil</i>	<i>Sector Vestuário</i>
Prov. Financ. / Consumos Intermédios	2.04%	2.42%	2.09%

Fonte: Banco de Portugal - Quadros de Situação Sectoriais (1995-1997)

A relação entre os proveitos financeiros e os consumos intermédios é o melhor indicador que foi possível construir para responder. Se for aceite como válido, as conclusões entram em contradição com o pressuposto na teoria: uma vez que as empresas do sector têxtil e de vestuário usam em maior grau o crédito comercial, seria de esperar que beneficiassem de menores proveitos financeiros, o que não se confirma

(2.42% na área têxtil e 2.09% no sector de vestuário, contra 2.04% no conjunto da indústria transformadora). As explicações para este aparente paradoxo poderão ser as seguintes:

- o a eventual distorção, induzida pela errada, mas comum, prática contabilística de considerar os descontos financeiros como se de abatimentos ao preço de compra se tratasse;
- o a forte probabilidade da estimativa utilizada, para medir este efeito, não ser a mais adequada: os consumos intermédios só por coincidência é que correspondem às compras (a não ser que se admita a não variação das existências) e os proveitos financeiros não são exclusivamente compostos por descontos de pronto pagamento obtidos, acrescentando a este último ponto a certeza de se estar perante um sector com vocação exportadora e, como tal, com os seus proveitos financeiros afectados pelas inevitáveis flutuações cambiais;
- o a possibilidade do espírito de cooperação e das relações de confiança na cadeia de valor originarem que o crédito concedido seja gratuito quer directa, quer indirectamente (hipótese de difícil aceitação).

A análise que tem vindo a ser efectuada pode ser complementada com a leitura de alguns indicadores de actividade:

Quadro 6.24 - Indicadores de actividade

	<i>Ind. Transf.</i>	<i>Sector Têxtil</i>	<i>Sector Vestuário</i>
Tempo Médio de Recebimentos	71	70	63
Tempo Médio de Perm. Existências	61	79	71
Tempo Médio de Pagamentos	63	82	89

Fonte: Banco de Portugal - Quadros de Situação Sectoriais (1995-1997)

De forma genérica, o sector têxtil e de vestuário tem um tempo médio de permanência das existências mais elevado do que a média da indústria transformadora, traduzindo um ciclo de produção mais longo (o que gera aumento de necessidades, em termos de investimento operacional). Esta característica das empresas do sector têxtil e de vestuário é compensada pagando mais tarde aos fornecedores e recebendo mais cedo

dos clientes, como se infere do tempo médio de pagamento a fornecedores e do tempo médio de recebimentos de clientes.

A caracterização da gestão financeira de curto prazo das empresas do sector têxtil e de vestuário nacional completa-se com as estatísticas quanto ao recurso à cessão financeira dos créditos (*factoring*):

Quadro 6.25 - Recurso à cessão financeira de créditos ("factoring")

	<i>S.T.V.</i>	<i>Ind. Transf.</i>	<i>Total</i>
Facturação tomada durante 1997 (1)	25 645	302 641	879 804
Perc. em relação à Ind. Transf.	8.5%	100.0%	-
Perc. em relação ao total	2.9%	34.4%	100.0%

(1) Valores em milhões de escudos
Fonte: Instituto Nacional de Estatística

A expressão do sector têxtil e de vestuário no total de operações de *factoring* é semelhante ao seu peso em indicadores como o VAB_{pm} (cf. 6.1. Apresentação). Porém, a indústria transformadora é uma grande cliente das empresas de *factoring*, o que permite deduzir que a opção da indústria têxtil e de vestuário por esta solução de financiamento é inferior ao esperado. A justificação poderá residir nalgum alheamento (pense-se na escassez de recursos e na baixa qualificação do "capital humano") em relação a estes produtos que, como é sabido, são de conhecimento e divulgação menos generalizada.

7. Conclusão

"There are enough differences between large and small firms' financial management practices and theory that justify the research effort to study the later."

Ang (1991)

A primeira conclusão, que sobressai deste trabalho, resulta do seu próprio título: a **Teoria Financeira** é, de facto, diferente, **no contexto das Pequenas e Médias Empresas**.

As premissas desta diferenciação inserem-se em dois grandes grupos: as de natureza endógena e as derivadas da interacção entre a Pequena ou Média Empresa e o meio envolvente. No primeiro grupo, estão características como a sobreposição entre a propriedade e a gestão, a impossibilidade de diversificação dos investimentos, ligações entre "esfera particular" dos proprietários e "esfera empresarial", limitações, em termos qualitativos e quantitativos, do "capital humano" e a prossecução de objectivos, que não a "maximização da riqueza dos accionistas", típica das Grandes Empresas.

No que respeita à interacção entre a Pequena ou Média Empresa e o meio envolvente, conclui-se existirem dois pontos fundamentais que a distinguem de uma Grande Empresa: custos de transacção relativamente mais elevados (resultantes de imperfeições de mercado) e uma assimetria de informação mais intensa (com o consequente agravamento de problemas de agência com os credores), a conferir maior relevância a factores como a reputação. Um outro ponto explorado foi a repercussão das questões de natureza fiscal.

As relações estabelecidas entre estes elementos têm efeitos difíceis de serem interpretados por uma Teoria Financeira não adaptada às características das Pequenas e Médias Empresas, pelo que é necessário rever as políticas financeiras (a forma de tratar questões como a política de investimento e de dividendos, a estrutura de capitais, a gestão do risco ou a gestão financeira de curto prazo).

Ao nível da política de investimento, foram sublinhados alguns aspectos distintos do previsto nas Finanças Empresariais: logo à partida, advoga-se a existência de interligação entre decisões de investimento e de financiamento; posteriormente, releva-se que, em determinadas circunstâncias, não se observa a independência entre projectos de investimento (uma Pequena ou Média Empresa pode encarar a hipótese de ampliar o leque de actividades como uma alternativa viável, dado que os proprietários não detêm, por norma, carteiras diversificadas). Neste quadro, admite-se, por fim, que os critérios de tomada de decisão, relativos a projectos de investimento, não passam sempre pela "regra do valor actualizado líquido superior a zero", sendo influenciados por múltiplos factores, muitos dos quais ligados às especificidades pessoais do empreendedor.

Na análise da estrutura de capitais das Pequenas e Médias Empresas e dos seus vários componentes reside parte substancial desta Dissertação. A tendência dominante na literatura sobre este tema é a de considerar que há uma "hierarquia de preferências", que se vai ajustando, à medida que a pequena ou média organização evolui, ao longo de um "ciclo de vida". Nesta hierarquia, é nítida uma preferência por capital de origem interna, privilegiando o autofinanciamento, os empréstimos e contribuições dos proprietários e respectivo círculo familiar e ainda outras soluções de recurso (*bootstrap finance*), passíveis de sustentar a actividade operacional da empresa, sem utilizar capitais externos.

As empresas que pretendem crescer para além das fronteiras impostas pelos capitais próprios internos, vêem-se forçadas a encontrar outras origens de fundos. Surgem, então, as possibilidades de atrair capitais próprios externos (de investidores particulares, ou de empresas de capital de risco) ou de procurar capitais alheios. Entre estes últimos, dá-se relevo especial ao financiamento bancário e a toda a problemática que lhe está associada (concessão de garantias, celebração de convénios, desenvolvimento de relações banca-empresa e reputação).

O caminho apresentado não é tão fácil de trilhar como possa parecer: a abertura a capitais externos é um processo que envolve algumas dificuldades, pelo que acaba por ser mais ou menos consensual reconhecer um desfasamento entre oferta e procura de fundos. Há duas correntes explicativas do exposto: uma, mais tradicional, assenta na atribuição da responsabilidade aos financiadores, "acusados" de discriminar as Pequenas e Médias Empresas, quer na quantidade de fundos disponibilizada, quer no respectivo "preço"; uma outra, de emergência mais recente, situa a causa na falta de vontade de aceitar financiamento externo, por parte dos proprietários daquelas organizações. Sistematizaram-se argumentos válidos para as duas teses, o que remete, implicitamente, para o estudo de cada caso em particular.

Temas como a política de dividendos ou a gestão do risco mereceram, também, uma referência, embora pouco aprofundada, visto que são questões menos significativas para as Pequenas e Médias Empresas do que para as Grandes Empresas. Na verdade, a literatura especializada é unânime em conceder pouca importância à política de dividendos, num universo caracterizado pela necessidade de autofinanciamento. No que concerne à gestão do risco, defende-se que, na maioria dos casos, ela, pura e simplesmente, não é feita de forma activa.

Situação algo diversa é a registada em relação à gestão financeira de curto prazo: é um aspecto com maior notoriedade, quando o objecto de estudo são as Pequenas e Médias Empresas. Tal ficou patente na manifesta dependência do crédito comercial revelada por estas organizações, facto que chega a assumir contornos estruturais.

Este conjunto de aspectos conduz a que actividades, como análises financeiras ou avaliações de Pequenas e Médias Empresas, tenham que ser feitas com adaptações. Para tal, torna-se conveniente introduzir correcções nas Demonstrações Financeiras, bem como perspectivar, de forma particular, as noções de rentabilidade e risco (dois alicerces da Teoria Financeira).

Seguidamente, efectuou-se uma aplicação de alguns destes conceitos de Finanças de Pequenas e Médias Empresas ao sector têxtil e de vestuário português (escolhido, em função da representatividade das empresas de menor dimensão, nesta indústria), recorrendo a elementos integrantes dos Quadros de Situação Sectoriais, do Banco de Portugal, acompanhados, pontualmente, de outras estatísticas.

Partindo deste ponto, tornou-se evidente que factores, como a baixa qualificação do "capital humano", a falta de recursos e o desejo de manutenção do controlo sobre a empresa (teoricamente apontados como possíveis causas para diferenças, ao nível das políticas financeiras seguidas, entre Grandes e Pequenas ou Médias Empresas), estão presentes, no sector têxtil e de vestuário nacional.

Em harmonia com a lógica que presidiu à exposição do "corpo teórico" das Finanças de Pequenas e Médias Empresas, estudaram-se, depois, as decisões da empresa-tipo do sector têxtil e de vestuário, relativamente à política de investimento, à estrutura de capitais e à gestão financeira de curto prazo.

Começando pela política de investimento, concluiu-se que, em média, as empresas do sector têxtil e de vestuário investem menos do que a generalidade das empresas industriais, quer em activos fixos, quer em Investigação e Desenvolvimento. Neste capítulo, destacou-se o subsector de vestuário, muito menos propenso ao investimento do que a fileira têxtil. Encontrou-se uma explicação para estes factos, nas características específicas dos processos produtivos dos sectores, mas também foi aventada a hipótese de os interpretar como indícios de dificuldades no financiamento e de desejo, por parte dos proprietários, de não abdicar do controlo da empresa (situação típica de "P.M.E. Sobrevivência" e de empresas familiares).

No espaço dedicado à estrutura de capitais, deu-se relevo à quase inexistência de empresas do sector têxtil e de vestuário, na Bolsa de Valores. Esta realidade, que pode ser vista como primeiro sintoma de insuficiência de capitais próprios, foi complementada com referências às dificuldades em obter capitais próprios externos (em particular capital de risco) e com a menção ao recurso a certas práticas alternativas (com

realce para a subcontratação) de que as empresas se socorrem, para obviar aos problemas resultantes da falta de fundos.

Ainda no âmbito da estrutura de capitais, foi levada a cabo uma análise dos elementos integrantes do passivo das empresas têxteis e de vestuário, por prazos de vencimento. Desse estudo, ressaltou a importância do crédito bancário para o subsector têxtil e do crédito concedido pelos fornecedores, para o subsector de vestuário. No que respeita à maturidade dos passivos, ficou demonstrada a predominância do endividamento de curto prazo, nas empresas de vestuário, registando-se um equilíbrio entre o curto e o médio e longo prazo, no caso da área têxtil. As necessárias justificações basearam-se na diferente composição do activo (encontrando uma relação de equilíbrio entre estrutura temporal do activo e estrutura temporal do passivo, para a qual se procuraram fundamentações alternativas) e na baixa rendibilidade das empresas têxteis e de vestuário. Como corolário do exposto, o subcapítulo termina com a comprovação de que as supramencionadas empresas enfrentam, efectivamente, custos do capital alheio mais elevados.

Para finalizar, apontaram-se as bases em que assenta a gestão financeira de curto prazo das empresas têxteis e de vestuário, tendo-se deduzido que, na presença de um ciclo de produção mais longo do que a média industrial portuguesa e de dificuldades em conseguir outros tipos de financiamento, há uma grande dependência, também das empresas têxteis, mas, sobretudo, das empresas de vestuário, do crédito comercial, algo que é consequência do desenvolvimento de relações de confiança na cadeia de valor (realçando o papel determinante da reputação). Verificou-se, ainda, que os recebimentos, em média, são mais céleres do que na indústria transformadora e que a cessão financeira de créditos (*factoring*) não assume uma expressão idêntica à que seria de esperar, num contexto caracterizado por problemas de liquidez.

O Caso do Sector Têxtil e de Vestuário, em Portugal, pelo menos nos aspectos que foram objecto de estudo, em função da metodologia aplicada, constitui, assim, uma área privilegiada para situar **A Teoria Financeira no Contexto das Pequenas e Médias Empresas**.

BIBLIOGRAFIA

Ang, James S. (1991), "Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management", *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, Nº 1, pp. 1-13.

Ang, James S. (1992), "On the Theory of Finance for Privately Held Firms", *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, Nº 3, pp. 185-203.

Ang, James S., James Wuh Lin e Floyd Tyler (1995), "Evidence on the Lack of Separation Between Business and Personal Risks Among Small Businesses", *Journal of Small Business Finance*, Vol. 4, Nº 2/3, pp. 197-210.

Ang, James S., Rebel A. Cole e James Wuh Lin (2000), "Agency Costs and Ownership Structure", *The Journal of Finance*, Vol. 55, Nº 1, pp. 81-106.

Apolinário, J.M. Marques (1999), "Porque Fracassam as Pequenas Empresas", *Dirigir - Revista para Chefias*, Nº 63, pp. 45-49.

Associação Portuguesa de Capital de Risco (1999), *Anuário 1999 da APCRI*, Lisboa: APCRI e IAPMEI.

Audretsch, David B. e Julie A. Elston (1997), "Financing the German Mittelstand", *Small Business Economics*, Vol. 9, Nº 2, pp. 97-110.

Banco de Portugal (1996), *Quadros de Situação Sectoriais: Exercício de 1995*, Versão Windows 3.1 ou 95.

Banco de Portugal (1997), *Quadros de Situação Sectoriais: Exercício de 1996*, Versão Windows 3.1 ou 95.

Banco de Portugal (1998), *Quadros de Situação Sectoriais: Exercício de 1997*, Versão Windows 3.1 ou 95.

Berger, Allen N. e Gregory F. Udell (1998), "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp. 613-673.

Bhide, Amar (1992), "Bootstrap Finance: The Art of Start-Ups", *Harvard Business Review*, Vol. 70, Nº 6, pp. 109-117.

Binks, Martin R. e Christine T. Ennew (1996), "Growing Firms and Credit Constraint", *Small Business Economics*, Vol. 8, Nº 1, pp. 17-25.

Binks, Martin R. e Christine T. Ennew (1997), "The Relationship between U.K. Banks and their Small Business Customers", *Small Business Economics*, Vol. 9, Nº 2, pp. 167-178.

Bolsa de Valores de Lisboa (1998), *Sociedades Cotadas 1997*, Lisboa: Bolsa de Valores de Lisboa.

Bornheim, Stefan P. e Thomas H. Herbeck (1998), "A Research Note on the Theory of SME - Bank Relationships", *Small Business Economics*, Vol. 10, Nº 4, pp. 327-331.

Burke, Ian (1999), "Measuring Financial Performance - Benchmarking Best Practice: Issues and Problems", Comunicação Apresentada no 29º Seminário Europeu de Pequenas Empresas, Cascais, Portugal, 15 a 17 de Setembro de 1999.

Cadilhe, Miguel (1992), *Eficiência Empresarial dos Têxteis Portugueses (Contributos para um Programa)*, Porto: Instituto de Estudos Superiores Financeiros e Fiscais.

Cavalluzzo, Ken S. e Linda C. Cavalluzzo (1998), "Market Structure and Discrimination: The Case of Small Businesses", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 30, Nº 4, pp. 771-792.

Chaganti, Rajeswararao, Dona DeCarolís e David Deeds (1995), "Predictors of Capital Structure in Small Ventures", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 20, nº 2, pp. 7-19.

Chittenden, Francis, Graham Hall e Patrick Hutchinson (1996), "Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation", *Small Business Economics*, Vol. 8, Nº 1, pp. 59-67.

Chung, Kee H. (1993), "Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 20, Nº 1, pp. 83-98.

Coleman, Susan e Richard Cohn (1998), "Small Firm Use of Leverage: A Comparison of Men and Women-owned Firms", Documento WWW, URL: <http://www.usasbe.org>.

Constand, Richard L., Jerome S. Osteryoung e Donald A. Nast (1991), "Asset-Based Financing and the Determinants of Capital Structure in the Small Firm", in *Advances in Small Business Finance*, R. Yazdipour (editor), Financial and Monetary Policy Studies, Vol. 21, pp. 29-45, Dordrecht, Holanda: Kluwer Academic Publishers.

Coopers & Lybrand e Associação Portuguesa de Capital de Risco (1997), *Avaliação do Impacto Económico do Capital de Risco - Breve Análise do Perfil e da Performance Económico-Financeira das Empresas Participadas por Capital de Risco*, Lisboa: Coopers & Lybrand e APCRI.

Costa, Miguel Gomes (1995), "Capital de Risco em Portugal: Breves Reflexões Sobre a sua Experiência nas PME's", *Revista Portuguesa de Gestão*, Nº 1/1995, pp. 15-20.

Cressy, Robert e Christer Olofsson (1997a), "European SME Financing: An Overview", *Small Business Economics*, Vol. 9, Nº 2, pp. 87-96.

Cressy, Robert e Christer Olofsson (1997b), "The Financial Conditions for Swedish SME's: Survey and Research Agenda", *Small Business Economics*, Vol. 9, Nº 2, pp. 179-194.

Diamond, Douglas W. (1989), "Reputation Acquisition in Debt Markets", *Journal of Political Economy*, Vol. 97, Nº 4, pp. 828-862.

Dinâmia - Centro de Estudos sobre a Mudança Económica (1998), *Trajectórias Competitivas na Indústria Portuguesa - Factores, Infra-Estruturas e Comportamentos Empresariais*, Lisboa: Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.

Edvinsson, Leif e Michael S. Malone (1997), *Intellectual Capital*, Londres: Judy Piatkus Limited.

Ennew, Christine T e Martin R. Binks (1995), "The Provision of Finance to Small Businesses: Does the Banking Relationship Constrain Performance?", *Journal of Small Business Finance*, Vol. 4, Nº 1, pp. 57-73.

Ennew, Christine T. e Martin R. Binks (1997), "Information Asymmetries, the Banking Relationship and the Implication for Business Growth", *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Documento WWW, URL: <http://www.babson.edu>.

Fama, Eugene F. e Michael C. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-325.

Fama, Eugene F. e Jensen, Michael C. (1985) "Organizational Forms and Investment Decisions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, Nº 1, pp. 101-119.

Fazzari, Steven M., R. Glenn Hubbard e Bruce C. Petersen (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. 1, pp.141-195.

Franco, António Sousa (1999), "Sobre a integração das medidas de política direccionadas para as PME", *Pequena e Média Empresa*, Nº 28, pp. 9-11.

Freear, John, Jeffrey E. Sohl e William E. Wetzel, Jr. (1995), "Who Bankrolls Software Entrepreneurs", *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Documento WWW, URL: <http://www.babson.edu>.

Gama, Ana Paula B. Matias (1999), *Os Determinantes da Estrutura de Capital das P.M.E.'s Industriais Portuguesas*, Dissertação de Mestrado em Gestão, UCP das Ciências Sociais e Humanas, Departamento de Gestão e Economia, Universidade da Beira Interior, Covilhã.

Guerreiro, Maria das Dores (1994), *Famílias na Actividade Empresarial: Empresas Familiares em Portugal*, Tese de Doutoramento, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa, Universidade Técnica de Lisboa.

Hand, John H., William P. Lloyd e Robert B. Rogow (1982), "Agency Relationships in the Close Corporation", *Financial Management*, Vol. 11, Nº 1, pp. 25-30.

Haynes, George e Deborah Haynes (1999), "The Debt Structure of Small Businesses Owned by Women in 1987 and 1993", *Journal of Small Business Management*, Vol. 37, Nº 2, pp. 1-19.

Heaton, Hal B. (1998), "Valuing Small Businesses: The Cost of Capital", *The Appraisal Journal*, Vol. 66, Nº 1, pp. 11-16.

Holmes, Scott. Keitha Dunstan e David Dwyer (1994), "The Cost of Debt for Small Firms: Evidence from Australia", *Journal of Small Business Management*, Vol. 32, Nº 1, pp. 27-35.

Hughes, Alan (1997), "Finance for SME's: A U.K. Perspective", *Small Business Economics*, Vol. 9, Nº 2, pp. 151-166.

Hutchinson, Robert W. (1995), "The Capital Structure and Investment Decisions of the Small Owner-Managed Firm: Some Exploratory Issues", *Small Business Economics*, Vol. 7, Nº 3, pp. 231-239.

Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento (1995), *Estrutura Empresarial Portugal 1993*, Lisboa: IAPMEI.

Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento (1996), *As P.M.E. Industriais em Números*, Lisboa: IAPMEI.

James, Harvey S. Jr. (1999), "Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm", *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 6, Nº 1, pp. 41-55.

Jensen, Michael e William Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Nº 4, pp. 305-360.

Keasey, Kevin e Paul McGuinness (1990), "Small New Firms and the Return to Alternative Sources of Finance", *Small Business Economics*, Vol. 2, pp. 213-222.

Landstrom, Hans (1993), "Agency Theory and its Applications to Small Firms: Evidence from the Swedish Venture Capital Market", *Journal of Small Business Finance*, Vol. 2, Nº 3, pp. 203-218.

Landstrom, Hans e Joakim Winborg (1995), "Small Business Manager's Attitudes Towards and Use of Financial Sources", *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Documento WWW, URL: <http://www.babson.edu>.

LeCornu, Mark R., Richard G. P. McMahon, David M. Forsaith e Anthony M. J. Stanger (1996), "The Small Enterprise Financial Objective Function: An Exploratory Study", *Journal of Small Business Management*, Vol. 34, Nº 3, pp. 1-14.

Levin, Richard I. e Virginia R. Travis (1987), "Small Company Finance: What the Books Don't Say", *Harvard Business Review*, Vol. 65, Nº 6, pp. 30-32.

Levratto, Nadine (1996), "Small Firms Finance in France", *Small Business Economics*, Vol. 8, Nº 4, pp. 279-295.

Lloyd-Reason, Lester (1999), "Financing SME's in Central and Eastern Europe - Provision and Need for Operating Finance and Credit: Policy Issues", Comunicação Apresentada no 29º Seminário Europeu de Pequenas Empresas, Cascais, Portugal, 15 a 17 de Setembro de 1999.

Mason, Colin M. e Richard T. Harrison (1995), "Closing the Regional Equity Capital Gap: The Role of Informal Venture Capital", *Small Business Economics*, Vol. 7, Nº 2, pp. 153-172.

McConnell, John J. e R. Richardson Pettit (1984), "Application of the Modern Theory of Finance to Small Business Firms", in *Small Business Finance*, P. Horvitz e R. Pettit (editores), pp. 97-126, Greenwich, CT: JAI Press Inc.

McMahon, Richard G. P. e Scott Holmes (1991), "Small Business Financial Management Practices in North America: a Literature Review", *Journal of Small Business Management*, Vol. 29, Nº 2, pp. 19-29.

McMahon, Richard G. P., Scott Holmes, Patrick J. Hutchinson, David M. Forsaith (1993), *Small Enterprise Financial Management: Theory and Practice*, Sydney, Austrália: Harcourt Brace.

McMahon, Richard G. P. e Anthony M. J. Stanger (1995), "Understanding the Small Enterprise Financial Objective Function", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 19, Nº 4, pp. 21-40.

Meyer, Laurence H. (1998), "The Present and Future Roles of Banks in Small Business Finance", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp. 1109-1116.

Michaelas, Nicos, Francis Chittenden e Panikkos Poutziouris (1999), "Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SME's: Empirical Evidence from Company Panel Data", *Small Business Economics*, Vol. 12, Nº 2, pp. 113-130.

Modigliani, F. e Miller, M. H. (1958), "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol. 48, Nº 3, pp. 261-297.

Myers, Stewart C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, Vol. 39, Nº 3, pp. 575-592.

Myers, Stewart C. e Majluf, Nicholas S. (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, Nº 2, pp. 187-221.

Neves, João Carvalho das e Alexandra Henriques (1999), "The Wealthy Resource in Small Family Businesses: An Exploratory Study", Comunicação Apresentada no 29º Seminário Europeu de Pequenas Empresas, Cascais, Portugal, 15 a 17 de Setembro de 1999.

Nolan, Paul e Patton, Dean (1999), "Business Banking Without a Business Banking Relationship: Is There a Market Niche Within the Small Firm Sector", Comunicação Apresentada no 29º Seminário Europeu de Pequenas Empresas, Cascais, Portugal, 15 a 17 de Setembro de 1999.

Norton, Edgar (1990), "Similarities and Differences in Small and Large Corporation Beliefs about Capital Structure Policy", *Small Business Economics*, Vol. 2, pp. 229-245.

Norton, Edgar (1991), "Capital Structure and Small Growth Firms", *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, Nº 2, pp. 161-177.

Orser, Barbara J. e Allan L. Riding (1996), "Dimensions of Access to Capital in Canadian SME's: Implications and Findings from Multiple Data Sources", *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Documento WWW, URL: <http://www.babson.edu>.

Osteryoung, Jerome S., Derek L. Newman e Leslie George Davies (1997), *Small Firm Finance - An Entrepreneurial Analysis*, Forth Worth, Texas: The Dryden Press.

Petersen, Mitchell A. e Raghuram G. Rajan (1994), "The Benefits of Lending Relationship: Evidence from Small Business Data", *The Journal of Finance*, Vol. 49, Nº 1, pp. 3-37.

Pettit, R. Richardson e Ronald F. Stinger (1985), "Small Business Finance: A Research Agenda", *Financial Management*, Vol. 14, Nº 3, pp. 47-60.

Petty, J. William e William D. Bygrave (1993), "What Does Finance Have to Say to the Entrepreneur?", *Journal of Small Business Finance*, Vol. 2, Nº 2, pp. 125-137.

Petty, J. William e Nancy B. Upton (1996), "The Entrepreneur and the Banker: A Comparative Study of Perceptions", *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Documento WWW, URL: <http://www.babson.edu>.

Petty, J. William, Nancy B. Upton e Jack A. Griggs (1997), "The Entrepreneur and the Banker: A Comparative Study of Factors Affecting the Relationship", *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Documento WWW, URL: <http://www.babson.edu>.

Pricer, Robert (1999), "A Subcapitalização e o Sucesso no Desenvolvimento das PME's", Formédia: Texto de Apoio ao Seminário Virtual "Inovação no Financiamento das PME".

Reid, Gavin C. (1996), "Financial Structure and the Growing Small Firm: Theoretical Underpinning and Current Evidence", *Small Business Economics*, Vol. 8, Nº 1, pp. 1-7.

Rosen, Harvey S. (1998), "The Future of Entrepreneurial Finance", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp. 1105-1107.

Sandlberg, William R. e John E. Loan (1997), "Small Firms' Competitive Strategies and the Firms' Reliance on Resources Acquired through Networks", Comunicação Apresentada na Conferência da USASBE (United States Association for Small Business and Entrepreneurship Conference).

Scherr, Frederick C., Timothy F. Sugrue e Janice B. Ward (1993), "Financing the Small Firm Start-up: Determinants of Debt Use", *Journal of Small Business Finance*, Vol. 3, Nº 1, pp. 17-36.

Scholtens, Bert (1999), "Analytical Issues in External Financing Alternatives for SBE's", *Small Business Economics*, Vol. 12, Nº 2, pp. 137-148.

Sliwoski, Leonard J. (1999), "Alternatives to Business Valuation Rules of Thumbs for Small Businesses", *The National Public Accountant*, Vol. 44, Nº 2, pp. 8 e 40.

Smith, Janet Kiholm (1987), "Trade Credit and Informational Asymmetry", *The Journal of Finance*, Vol. 42, N° 4, pp. 863-872.

Sohl, Jeffrey E. (1999), "The Early Stage Equity Market in the United States", Comunicação Apresentada no 29º Seminário Europeu de Pequenas Empresas, Cascais, Portugal, 15 a 17 de Setembro de 1999.

The European Network for SME Research (1995), "Capital and Finance", in *Third Annual Report*, pp. 203-213, The European Network for SME Research.

Ussman, Ana Maria (1997), "A Sucessão nas Empresas Familiares", *Revista Portuguesa de Gestão*, N° 1/1997.

Van Auken, Howard E. e Tom Holman (1995), "Financial Strategies of Small, Public Firms: A Comparative Analysis with Small, Private Firms and Large, Public Firms", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 20, N° 1, pp. 29-41.

Viana, Rui Couto (1999), *Considerações Sobre o Sistema de Controlo Interno na Utilização dos Derivados*, Porto: Associação da Bolsa de Derivados do Porto.

Vieira, Armando Luís Campos (1999), *Marketing Relacional na Banca*, Dissertação de Mestrado em Ciências Empresariais, Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

Vilabella, Lucía Boedo e Anxo Ramon Silvosa (1997), "Un Modelo de Síntesis de los Factores que Determinan la Estructura de Capital Óptima de las PYMES", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 6, N° 1, pp. 107-124.

Viscione, Jerry A. (1986), "How Long Should You Borrow Short Term?", *Harvard Business Review*, Vol. 64, N° 2, pp. 20-24.

Vos, Edward A. (1992a), "Unlisted Businesses are not Financial Clones of Listed Businesses", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 16, Nº 4, pp. 57-68.

Vos, Edward A. (1992b), "Differences in Risk Measurement for Small Unlisted Businesses", *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, Nº 3, 255-267.

Walker, David A. (1989), "Financing the Small Firm", *Small Business Economics*, Vol. 1, pp. 285-296.

Walker, David A. (1991), "An Empirical Analysis of Financing the Small Firm", in *Advances in Small Business Finance*, R. Yazdipour (editor), Financial and Monetary Policy Studies, Vol. 21, pp. 47-61, Dordrecht, Holanda: Kluwer Academic Publishers.

Walker, Ernest W. e J. William Petty II (1978), "Financial Differences Between Large and Small Firms", *Financial Management*, Vol. 7, Nº 4, pp. 61-68.

Welsh, John A. e Jerry F. White (1981), "A Small Business is not a Little Big Business", *Harvard Business Review*, Vol. 59, Nº 4, pp. 18-32.

Westhead, Paul e Storey, David J. (1997), "Financial Constraints on the Growth of High Technology Small Firms in the UK", *Applied Financial Economics*, Vol. 7, Nº 2, pp. 197-201.

Wijst, D. van der (1989), *Financial Structure in Small Business*, Berlim, Alemanha: Springer-Verlag.

Wijst, Nico van der e Roy Thurik (1993), "Determinants of Small Firm Debt Ratios: An Analysis of Retail Panel Data", *Small Business Economics*, Vol. 5, Nº1, pp. 55-65.

Wilson, Nicholas, Carole Singleton e Barbara Summers (1997), "The Demand for Trade Credit, Credit Rationing and the Late Payment of Commercial Debt: An Empirical Study of Growing Businesses", *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Documento WWW, URL: <http://www.babson.edu>.

Winborg, Joakim e Hans Landstrom (1997), "Financial Bootstrapping in Small Business: A Resources-based View on Small Business Finance", *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Documento WWW, URL: <http://www.babson.edu>.

ANEXOS

TRATAMENTO DE DADOS
QUADROS DE SITUAÇÃO SECTORIAIS
BANCO DE PORTUGAL

	INDÚSTRIA TRANSFORMADORA				
	1995	1996	1997	Média	Estrutura
ACTIVO					
Imobilizações incorpóreas líquidas	17 875	25 676	19 634	21 062	2.9%
Imobilizações corpóreas líquidas	281 591	280 290	259 248	273 710	38.2%
Investimentos financeiros líquidos	62 439	58 000	48 338	56 259	7.8%
Total do Imobilizado	361 905	363 966	327 220	351 030	49.0%
Existências	126 928	117 046	111 648	118 541	16.5%
Clientes	155 066	158 360	144 599	152 675	21.3%
Accionistas ou sócios	17 666	25 214	13 234	18 705	2.6%
Estado e outros entes públicos	7 028	7 466	7 396	7 297	1.0%
Outras dívidas de terceiros	19 332	22 951	17 298	19 860	2.8%
Títulos negociáveis	9 566	8 753	6 936	8 418	1.2%
Depósitos bancários e caixa	26 808	33 536	32 331	30 892	4.3%
Acréscimos e Diferimentos	10 115	9 756	8 948	9 606	1.3%
TOTAL DO ACTIVO	734 414	747 048	669 610	717 024	100.0%
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
CAPITAL PRÓPRIO					
Capital e prestações suplementares	199 310	193 201	155 489	182 667	25.5%
Reservas e resultados transitados	91 118	101 743	80 091	90 984	12.7%
Outros capitais próprios, incluindo divid. antecipados	7 935	7 396	6 295	7 209	1.0%
Resultado líquido do exercício	14 715	9 092	19 674	14 494	2.0%
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO	313 078	311 432	261 549	295 353	41.2%
PASSIVO					
<u>Passivo de Médio e Longo Prazo</u>					
Empréstimos por obrigações e títulos de participação	13 994	20 445	16 127	16 855	2.4%
Dívidas a instituições de crédito	58 726	68 091	54 002	60 273	8.4%
Fornecedores de imobilizado	2 790	3 223	3 212	3 075	0.4%
Accionistas ou sócios	20 805	14 964	16 897	17 555	2.4%
Estado e outros entes públicos	10 078	9 976	5 509	8 521	1.2%
Outras dívidas a terceiros	9 059	8 180	9 364	8 868	1.2%
Total do Passivo de Médio e Longo Prazo	115 452	124 879	105 111	115 147	16.1%
<u>Passivo de Curto Prazo</u>					
Empréstimos por obrigações e títulos de participação	2 865	1 950	1 124	1 980	0.3%
Dívidas a instituições de crédito	74 416	66 192	63 642	68 083	9.5%
Fornecedores	102 743	104 836	101 521	103 033	14.4%
Fornecedores de imobilizado	7 998	7 375	7 213	7 529	1.0%
Accionistas ou sócios	15 174	15 005	25 117	18 432	2.6%
Estado e outros entes públicos	25 762	28 833	24 329	26 308	3.7%
Outras dívidas a terceiros	26 980	29 556	25 718	27 418	3.8%
Total do Passivo de Curto Prazo	255 938	253 747	248 664	252 783	35.3%
<u>Outros "Passivos"</u>					
Provisões para riscos e encargos	12 060	11 891	12 743	12 231	1.7%
Acréscimos e diferimentos	37 886	45 099	41 543	41 509	5.8%
Total de Outros "Passivos"	49 946	56 990	54 286	53 741	7.5%
TOTAL DO PASSIVO	421 336	435 616	408 061	421 671	58.8%
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO	734 414	747 048	669 610	717 024	100.0%
PROVEITOS E GANHOS					
Vendas e prestações de serviços	782 571	812 703	769 302	788 192	99.2%
Varição da produção	7 321	2 168	3 616	4 368	0.5%
Trabalhos para a própria empresa	2 349	2 141	1 629	2 040	0.3%
Subsídios à exploração	2 214	2 194	1 922	2 110	0.3%
Proveitos suplementares	5 967	6 668	5 472	6 036	0.8%
Proveitos e ganhos financeiros	13 321	12 721	10 584	12 209	1.5%
Proveitos e ganhos extraordinários	11 342	14 121	13 651	13 038	1.6%
Total de Proveitos e Ganhos	825 085	852 716	806 176	827 992	104.2%
CUSTOS E PERDAS					
Consumos intermédios	589 041	618 413	584 617	597 357	75.2%
Custos com o pessoal	116 034	118 677	106 330	113 680	14.3%
Impostos	223	344	241	269	0.0%
Outros custos (líquidos de outros proveitos)	3 145	5 049	2 757	3 650	0.5%
Amortizações do imobilizado corpóreo e incorpóreo	44 627	46 927	44 146	45 233	5.7%
Varição provisões para riscos de exploração	4 476	2 756	3 923	3 718	0.5%
Juros suportados	21 044	17 712	13 302	17 353	2.2%
Restantes custos e perdas financeiros	14 730	13 641	12 804	13 725	1.7%
Custos e perdas extraordinários	7 527	9 261	8 272	8 353	1.1%
Total de Custos e Perdas	800 847	832 780	776 392	803 340	101.1%
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	24 238	19 936	29 784	24 653	3.1%
Imposto sobre o rendimento do exercício	9 523	10 844	10 110	10 159	1.3%
RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	14 715	9 092	19 674	14 494	1.8%
Investimento Médio (em contos)	69 406	63 916	86 781	73 368	
Natureza Jurídica das Sociedades					
Sociedades por Quotas	89%	89%	89%	89%	
Sociedades Anónimas	10%	10%	10%	10%	
Outras	1%	1%	1%	1%	
Distribuição de Resultados (em contos)	8 818	9 322	6 255	8 132	

TRATAMENTO DE DADOS
QUADROS DE SITUAÇÃO SECTORIAIS
BANCO DE PORTUGAL

	INDÚSTRIA TÊXTIL				
	1995	1996	1997	Média	Estrutura
ACTIVO					
Imobilizações incorpóreas líquidas	3 857	3 242	3 353	3 484	0.8%
Imobilizações corpóreas líquidas	206 290	176 211	172 452	184 984	40.3%
Investimentos financeiros líquidos	29 046	26 070	28 215	27 777	6.0%
Total do Imobilizado	239 193	205 523	204 020	216 245	47.1%
Existências	104 340	90 096	87 486	93 974	20.5%
Clientes	97 891	89 039	89 036	91 989	20.0%
Accionistas ou sócios	2 540	1 463	2 918	2 307	0.5%
Estado e outros entes públicos	8 208	6 971	7 564	7 581	1.6%
Outras dívidas de terceiros	14 877	12 087	12 470	13 145	2.9%
Títulos negociáveis	7 543	7 716	1 866	5 708	1.2%
Depósitos bancários e caixa	20 321	20 493	27 924	22 913	5.0%
Acréscimos e Diferimentos	5 787	6 068	5 129	5 661	1.2%
TOTAL DO ACTIVO	500 700	439 456	438 413	459 523	100.0%
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
CAPITAL PRÓPRIO					
Capital e prestações suplementares	129 934	114 001	107 573	117 169	25.5%
Reservas e resultados transitados	63 591	53 937	51 167	56 232	12.2%
Outros capitais próprios, incluindo divid. antecipados	-4 549	-3 330	-3 565	-3 815	-0.8%
Resultado líquido do exercício	1 015	937	5 218	2 390	0.5%
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO	189 991	165 545	160 393	171 976	37.4%
PASSIVO					
<u>Passivo de Médio e Longo Prazo</u>					
Empréstimos por obrigações e títulos de participação	4 712	2 937	1 662	3 104	0.7%
Dívidas a instituições de crédito	53 337	48 238	41 453	47 676	10.4%
Fornecedores de imobilizado	2 839	2 864	3 092	2 932	0.6%
Accionistas ou sócios	19 749	15 949	19 167	18 288	4.0%
Estado e outros entes públicos	10 611	9 911	11 805	10 776	2.3%
Outras dívidas a terceiros	12 997	11 994	16 387	13 793	3.0%
Total do Passivo de Médio e Longo Prazo	104 245	91 893	93 566	96 568	21.0%
<u>Passivo de Curto Prazo</u>					
Empréstimos por obrigações e títulos de participação	1 618	1 812	1 007	1 479	0.3%
Dívidas a instituições de crédito	56 627	40 896	42 167	46 563	10.1%
Fornecedores	74 744	71 402	73 390	73 179	15.9%
Fornecedores de imobilizado	5 578	5 603	5 861	5 681	1.2%
Accionistas ou sócios	9 218	7 683	7 903	8 268	1.8%
Estado e outros entes públicos	16 075	17 022	15 380	16 159	3.5%
Outras dívidas a terceiros	16 622	16 031	16 134	16 262	3.5%
Total do Passivo de Curto Prazo	180 482	160 449	161 842	167 591	36.5%
<u>Outros "Passivos"</u>					
Provisões para riscos e encargos	1 573	618	572	921	0.2%
Acréscimos e diferimentos	24 409	20 951	22 040	22 467	4.9%
Total de Outros "Passivos"	25 982	21 569	22 612	23 388	5.1%
TOTAL DO PASSIVO	310 709	273 911	278 020	287 547	62.6%
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO	500 700	439 456	438 413	459 523	100.0%
PROVEITOS E GANHOS					
Vendas e prestações de serviços	507 824	458 581	463 831	476 745	99.4%
Variação da produção	4 345	-1 084	3 101	2 121	0.4%
Trabalhos para a própria empresa	889	846	636	790	0.2%
Subsídios à exploração	680	769	647	699	0.1%
Proveitos suplementares	2 213	2 687	2 173	2 358	0.5%
Proveitos e ganhos financeiros	9 311	7 377	7 050	7 913	1.6%
Proveitos e ganhos extraordinários	8 946	8 299	9 182	8 809	1.8%
Total de Proveitos e Ganhos	534 208	477 475	486 620	499 434	104.1%
CUSTOS E PERDAS					
Consumos intermédios	345 815	313 074	320 844	326 578	68.1%
Custos com o pessoal	112 731	104 204	100 475	105 803	22.1%
Impostos	211	183	316	237	0.0%
Outros custos (líquidos de outros proveitos)	2 218	2 895	1 942	2 352	0.5%
Amortizações do imobilizado corpóreo e incorpóreo	33 788	29 392	28 496	30 559	6.4%
Variação provisões para riscos de exploração	2 223	-1	701	974	0.2%
Juros suportados	16 888	12 905	11 013	13 602	2.8%
Restantes custos e perdas financeiros	10 334	7 349	8 351	8 678	1.8%
Custos e perdas extraordinários	5 711	3 728	5 348	4 929	1.0%
Total de Custos e Perdas	529 919	473 729	477 486	493 711	102.9%
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	4 289	3 746	9 134	5 723	1.2%
Imposto sobre o rendimento do exercício	3 274	2 809	3 916	3 333	0.7%
RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	1 015	937	5 218	2 390	0.5%
Investimento Médio (em contos)	53 436	37 699	56 427	49 187	
Natureza Jurídica das Sociedades					
Sociedades por Quotas	91%	91%	91%	91%	
Sociedades Anónimas	9%	9%	9%	9%	
Outras	0%	0%	0%	0%	
Distribuição de Resultados (em contos)	2 397	2 760	2 530	2 562	

TRATAMENTO DE DADOS
QUADROS DE SITUAÇÃO SECTORIAIS
BANCO DE PORTUGAL

	INDÚSTRIA DE VESTUÁRIO				
	1995	1996	1997	Média	Estrutura
ACTIVO					
Imobilizações incorpóreas líquidas	2 101	1 814	1 901	1 939	0.9%
Imobilizações corpóreas líquidas	75 211	65 971	66 798	69 327	31.0%
Investimentos financeiros líquidos	6 638	6 820	6 070	6 509	2.9%
Total do Imobilizado	83 950	74 605	74 769	77 775	34.8%
Existências	61 869	57 703	53 789	57 787	25.8%
Clientes	56 634	53 556	53 818	54 669	24.4%
Accionistas ou sócios	1 092	1 179	742	1 004	0.4%
Estado e outros entes públicos	6 492	6 128	5 978	6 199	2.8%
Outras dívidas de terceiros	7 737	8 491	8 049	8 092	3.6%
Títulos negociáveis	3 746	3 003	486	2 412	1.1%
Depósitos bancários e caixa	12 744	12 757	16 051	13 851	6.2%
Acréscimos e Diferimentos	1 986	2 018	1 762	1 922	0.9%
TOTAL DO ACTIVO	236 250	219 440	215 444	223 711	100.0%
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
CAPITAL PRÓPRIO					
Capital e prestações suplementares	51 335	47 870	43 423	47 543	21.3%
Reservas e resultados transitados	24 133	20 093	16 259	20 162	9.0%
Outros capitais próprios, incluindo divid. antecipados	-471	-277	-66	-271	-0.1%
Resultado líquido do exercício	2 941	599	1 638	1 726	0.8%
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO	77 938	68 285	61 254	69 159	30.9%
PASSIVO					
<u>Passivo de Médio e Longo Prazo</u>					
Empréstimos por obrigações e títulos de participação	897	402	25	441	0.2%
Dívidas a instituições de crédito	10 957	13 452	15 183	13 197	5.9%
Fornecedores de imobilizado	510	576	1 230	772	0.3%
Accionistas ou sócios	10 205	7 626	7 152	8 328	3.7%
Estado e outros entes públicos	1 930	2 818	3 107	2 618	1.2%
Outras dívidas a terceiros	8 948	5 649	6 230	6 942	3.1%
Total do Passivo de Médio e Longo Prazo	33 447	30 523	32 927	32 299	14.4%
<u>Passivo de Curto Prazo</u>					
Empréstimos por obrigações e títulos de participação	279	323	142	248	0.1%
Dívidas a instituições de crédito	25 623	22 648	25 667	24 646	11.0%
Fornecedores	54 781	52 676	50 766	52 741	23.6%
Fornecedores de imobilizado	1 952	1 955	2 313	2 073	0.9%
Accionistas ou sócios	5 469	5 494	5 439	5 467	2.4%
Estado e outros entes públicos	11 803	12 027	11 506	11 779	5.3%
Outras dívidas a terceiros	11 350	13 225	11 913	12 163	5.4%
Total do Passivo de Curto Prazo	111 257	108 348	107 746	109 117	48.8%
<u>Outros "Passivos"</u>					
Provisões para riscos e encargos	1 014	277	216	502	0.2%
Acréscimos e diferimentos	12 594	12 007	13 301	12 634	5.6%
Total de Outros "Passivos"	13 608	12 284	13 517	13 136	5.9%
TOTAL DO PASSIVO	158 312	151 155	154 190	154 552	69.1%
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO	236 250	219 440	215 444	223 711	100.0%
PROVEITOS E GANHOS					
Vendas e prestações de serviços	341 184	310 213	306 148	319 182	99.3%
Variação da produção	3 071	1 568	2 040	2 226	0.7%
Trabalhos para a própria empresa	94	83	67	81	0.0%
Subsídios à exploração	542	607	358	502	0.2%
Proveitos suplementares	791	673	610	691	0.2%
Proveitos e ganhos financeiros	5 688	4 192	3 737	4 539	1.4%
Proveitos e ganhos extraordinários	3 255	4 058	3 736	3 683	1.1%
Total de Proveitos e Ganhos	354 625	321 394	316 696	330 905	102.9%
CUSTOS E PERDAS					
Consumos intermédios	229 742	211 731	209 645	217 039	67.5%
Custos com o pessoal	86 282	80 267	76 335	80 961	25.2%
Impostos	144	115	120	126	0.0%
Outros custos (líquidos de outros proveitos)	882	1 520	1 283	1 228	0.4%
Amortizações do imobilizado corpóreo e incorpóreo	13 131	11 622	11 597	12 117	3.8%
Variação provisões para riscos de exploração	2 040	286	701	1 009	0.3%
Juros suportados	8 517	7 026	6 422	7 322	2.3%
Restantes custos e perdas financeiros	6 386	5 020	4 895	5 434	1.7%
Custos e perdas extraordinários	2 026	1 485	2 121	1 877	0.6%
Total de Custos e Perdas	349 150	319 072	313 119	327 114	101.7%
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	5 475	2 322	3 577	3 791	1.2%
Imposto sobre o rendimento do exercício	2 534	1 723	1 939	2 065	0.6%
RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	2 941	599	1 638	1 726	0.5%
Investimento Médio (em contos)	23 175	15 700	21 361	20 079	
Natureza Jurídica das Sociedades					
Sociedades por Quotas	96%	96%	96%	96%	
Sociedades Anónimas	4%	4%	4%	4%	
Outras	0%	0%	0%	0%	
Distribuição de Resultados (em contos)	1 691	1 410	1 196	1 432	