



TESIS DOCTORAL

**EL CONSERVADURIMO, EL SECRETO Y LAS OPCIONES
DE FINANCIACIÓN DE LAS PYME PORTUGUESAS**

FÁBIO HENRIQUE FERREIRA DE ALBUQUERQUE

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD

2013

UNIVERSIDAD



DE EXTREMADURA

TESIS DOCTORAL

EL CONSERVADURIMO, EL SECRETO Y LAS OPCIONES DE FINANCIACIÓN DE LAS PYME PORTUGUESAS

FÁBIO HENRIQUE FERREIRA DE ALBUQUERQUE

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD

El presente trabajo ha sido **realizado** bajo la dirección del Dr. D. Joaquín Texeira Quirós, Profesor Titular de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Extremadura, de la Dr.^a Maria do Rosário Fernandes Justino, Profesora Adjunta en el área científica de la Gestión del Instituto Politécnico de Lisboa y del Dr. João Bastos, Profesor Auxiliar en el área científica de Matemática en el Instituto Superior de Economia e Gestão de la Universidade Técnica de Lisboa.

Fdo: _____ / Fdo: _____ / Fdo: _____
Dr. D. Joaquín Texeira Quirós / Dr.^a Maria do Rosário Fernandes Justino / Dr. João Bastos

2013

Debt is a risky choice whose consequences are considerable (for example, the risk of bankruptcy). Consequently, it is reasonable to propose that financing by debt, as risked decision, changes according to whether the culture is preserving compared to the risk or not.

Rihab e Lofti (2011)

AGRADECIMENTOS

Este espaço é dedicado a todos os que deram a sua contribuição para que esta dissertação viesse à luz. Agradecer é sempre uma tarefa complexa: existe o receio de esquecer alguém a quem deveríamos ter agradecido e não o fizemos; valorizar aquele gesto simples ao qual não demos a devida importância, mas que merecia a nossa especial atenção.

De qualquer modo, não poderia deixar de mencionar as seguintes pessoas que, de uma forma ou de outra, contribuíram para a concretização deste trabalho.

Ao Professor Doutor Joaquin Texeira Quirós, meu tutor e orientador, pela confiança e incentivo ao longo de todo o processo, assim como pelo sincero apoio e amizade.

Aos meus orientadores, Doutora Maria do Rosário Justino e Doutor João Bastos, agradeço a total disponibilidade e sincera dedicação depositada neste trabalho.

Ao Banco de Portugal e ao Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação (IAPMEI), pelo apoio na obtenção dos dados necessários ao estudo empírico proposto para esta tese, assim como, numa fase mais inicial do estudo mas pelos mesmos motivos, à Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas (OTOC) e à Associação Portuguesa de Técnicos de Contabilidade (APOTEC).

Aos meus colegas de doutoramento, Ana Isabel Dias e Fernando Carvalho, pelos muitos momentos alegres e tristes, mas sempre inesquecíveis, que passamos juntos. Aos amigos António Cariano e Manuela Marcelino agradeço não apenas as palavras de incentivo e amizade, que já seriam suficientes e louváveis, mas também o contributo que se materializou, em passagens mais específicas, na revisão deste documento.

À Marina, que sempre esteve do meu lado, pelo amor, paciência e motivação que foram absolutamente necessários e que nunca falhou.

E por último, mas não menos importante, a todos os meus colegas do Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa (ISCAL) e do Banco de Portugal, pelo companheirismo demonstrado durante este percurso.

A todos, uma vez mais, os meus sinceros agradecimentos!

RESUMEN

Estudios más recientes han tratado de analizar las diferencias de la estructura de capital de las empresas de los distintos países a través de la inclusión de las variables culturales, basados en marcos teóricos propuestos por Hofstede (1980), Schwartz (1994a, 1999) y los desarrollos posteriores.

El presente estudio tiene como objetivo examinar las opciones de financiación de los administradores y propietarios de las PYME desde una perspectiva que incorpore los valores culturales en este análisis, a saber, el conservadurismo y el secreto.

Los datos fueron recogidos mediante un cuestionario realizado a los administradores y propietarios de una muestra de 1.629 PYME Líder en Portugal, así como de la información contable y financiera para los ejercicios 2009 a 2011, habiendo obtenido 438 respuestas, lo que corresponde a una tasa de respuesta del 27%.

Basado en técnicas de regresión, los resultados muestran un apoyo importante para la relación negativa (positiva) entre los valores del conservadurismo y el secreto, analizados en conjunto, y las opciones de financiación de las empresas relacionadas con un mayor (menor) riesgo, o sea, la contracción de deuda con costos (sin costos). También identifica un apoyo más importante para la selección de las fuentes de financiación para los administradores y propietarios de las PYME a la luz de la teoría de jerarquía de las preferencias de capital.

Las aportaciones de este estudio se refieren, por una parte, con la inclusión de las variables culturales en el análisis de las opciones de financiación de las PYMES nacionales y, por otra, el análisis de la deuda a través de su distinción en torno a sus características (deuda con costos *vs.* deuda sin costos).

Se pretende, por lo tanto, que los estudios futuros sigan considerando el análisis de las opciones de financiación de las empresas y los factores culturales y motivacionales que dan lugar a este tipo de opciones, teniendo en cuenta las diferentes características asociadas con la deuda.

Palabras clave: conservadurismo, financiación, PYME, secreto.

RESUMO

Estudos mais recentes têm procurado analisar as diferenças em torno da estrutura de capital das empresas dos diversos países através da inclusão de variáveis culturais, com base em referenciais teóricos propostos, designadamente, por Hofstede (1980), Schwartz (1994a, 1999) e posteriores desenvolvimentos.

O presente estudo pretende analisar as opções de financiamento dos gestores/proprietários das PME a partir de um ponto de vista que incorpora nessa análise valores culturais, nomeadamente, o conservadorismo e o secretismo.

Os dados foram obtidos com recurso a um questionário conduzido aos gestores/proprietários de uma amostra de 1.629 PME Líder em Portugal, bem como a partir da informação contabilístico-financeira relativa aos períodos de 2009 a 2011, tendo-se obtido 438 respostas válidas, a que corresponde uma taxa de resposta de 27%.

Com base em técnicas de regressão multivariada, os resultados obtidos identificaram um significativo suporte para a relação negativa (positiva) entre os valores do conservadorismo e do secretismo, analisados em associação, e as opções de financiamento empresarial relacionadas com um maior (menor) risco, ou seja, a contração de endividamento remunerado (não remunerado). Identifica ainda um suporte mais significativo para a seleção das fontes de financiamento por parte dos gestores/proprietários das PME nacionais à luz da teoria do *pecking order*.

Os contributos deste estudo prendem-se, por um lado, com a inclusão de variáveis culturais na análise das opções de financiamento empresarial das PME nacionais e, por outro, e pela análise do endividamento através da sua distinção em torno das suas características (remunerado vs. não remunerado).

Pretende-se, assim, que estudos futuros continuem a considerar na análise das opções de financiamento empresarial os fatores culturais e motivacionais que estão na origem de tais opções, tendo em conta ainda as distintas características associadas ao endividamento.

Palavras e expressões-chave: conservadorismo, financiamento, PME, secretismo.

ABSTRACT

Recent studies have sought to analyze the international differences in capital structure of firms through the inclusion of cultural variables, based on theoretical frameworks proposed, namely, by Hofstede (1980), Schwartz (1994a, 1999) and subsequent developments.

This paper is intended for analyzing the financing options of SMEs (small and medium-sized enterprises) managers/owners from a standpoint which incorporates to this analysis some cultural values, namely, conservatism and secrecy.

Data were obtained by applying a questionnaire to managers/owners of a sample composed by 1,629 SMEs in Portugal, as well as from accounting and financial information related to the period from 2009 to 2011. It was obtained 438 valid answers, corresponding to a response rate of 27%.

Based on multivariate regression techniques, the results identified a significant support to the negative relation between conservatism and secrecy in association, and the entrepreneur financing options associated to a greater risk (debt with costs), as well as a more significant support when domestic SMEs managers/owners choose financing sources based on the pecking order theory.

The contributions of this study are related, on the one hand, with the inclusion of cultural variables in the analysis of entrepreneur financing options of domestic SMEs, and on the other hand with the analysis of debt through their distinct characteristics (debt with costs *vs.* debt without costs).

It is intended that future studies continue to consider in the analysis of entrepreneur financing options the cultural and motivational factors that give rise to such options, also taking into account the different characteristics associated with the debt.

Keywords: conservatism, financing, secrecy, SMEs.

ÍNDICE

RESUMEN	v
INTRODUÇÃO	1
1. PROBLEMA DA INVESTIGAÇÃO	3
2. OBJETIVOS E METODOLOGIA DA INVESTIGAÇÃO	5
2.1. Objetivos da investigação	5
2.2. Metodologia da investigação.....	9
3. ESTRUTURA DA INVESTIGAÇÃO	13
PARTE I: ENQUADRAMENTO TEÓRICO	15
1. A HARMONIZAÇÃO INTERNACIONAL E A INFLUÊNCIA DA CULTURA	15
1.1. A harmonização e os sistemas contabilísticos internacionais.....	24
1.2. A influência da cultura sobre os sistemas e as práticas internacionais.....	37
1.2.1. O modelo de Hofstede (1980)	39
1.2.2. O modelo de Hofstede-Gray.....	42
1.2.3. Desenvolvimentos teóricos posteriores	47
1.2.3.1. O contributo de Baydoun e Willett (1995) e estudos posteriores	48
1.2.3.2. O contributo de Schwartz (1992) e estudos posteriores	56
1.2.4. Os valores culturais e estudos empíricos propostos	62
1.2.5. Críticas à utilização dos modelos das dimensões culturais	73
2. A INFORMAÇÃO FINANCEIRA SOB A PERSPETIVA DAS PME.....	75
2.1. Os utilizadores e a utilidade da informação das PME	78
2.2. As PME e a assimetria informacional	105
3. AS PME E O FINANCIAMENTO EMPRESARIAL	113
3.1. Caracterização e enquadramento das PME.....	117
3.1.1. Caracterização das PME em termos europeus.....	122
3.1.2. As PME no contexto das sociedades não financeiras nacionais.....	125
3.2. As PME e as fontes de financiamento empresarial	136
3.2.1. O financiamento com base em <i>public equity</i>	141
3.2.2. O financiamento com base em <i>private equity</i>	153
3.3. As modernas teorias do financiamento empresarial e as PME.....	168
3.3.1. A teoria da fiscalidade e os custos de falência: a teoria do <i>trade-off</i>	171
3.3.2. As estruturas de governação: A teoria da agência	173
3.3.3. Teorias relacionadas com a sinalização e a assimetria da informação.....	176
3.3.4. As preferências de capital: A teoria do <i>pecking order</i>	179
3.3.5. Dos desenvolvimentos teóricos mais recentes à influência da cultura	182
3.3.6. Evidências empíricas no contexto internacional	188
3.3.7. Evidências empíricas no contexto nacional	194

3.4. Evidências relativas à influência da cultura	201
PARTE II: METODOLOGIA	215
4. MODELO TEÓRICO PROPOSTO	215
5. HIPÓTESE GERAL DE INVESTIGAÇÃO	222
6. DESENHO DA INVESTIGAÇÃO	226
7. INSTRUMENTOS DE RECOLHA DOS DADOS E PERÍODO DO ESTUDO.....	228
8. DADOS RELATIVOS À SELEÇÃO E CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA.....	241
9. VARIÁVEIS UTILIZADAS E HIPÓTESES OPERACIONAIS ASSOCIADAS....	249
10. MÉTODOS E TÉCNICAS DE ANÁLISE UTILIZADOS.....	269
PARTE III: ESTUDO EMPÍRICO.....	273
11. ANÁLISE AOS DADOS DO QUESTIONÁRIO.....	273
12. ANÁLISE AOS DADOS ECONÓMICO-FINANCEIROS.....	292
13. ANÁLISE DOS RESULTADOS OBTIDOS.....	297
PARTE IV: CONCLUSÕES	312
14. PRINCIPAIS CONCLUSÕES DO ESTUDO.....	312
15. PRINCIPAIS LIMITAÇÕES DO ESTUDO.....	320
16. CONTRIBUIÇÕES E SUGESTÕES PARA FUTUROS ESTUDOS.....	321
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	323
ANEXO.....	351
Anexo I: Versão definitiva do Questionário I	351
Anexo II: Versão definitiva do Questionário II	353
Anexo III: Pedido de colaboração ao IAPMEI – Questionário III	354
Anexo IV: Pedido de colaboração aos participantes (via IAPMEI) – Questionário III	355
Anexo V: Versão definitiva do Questionário III	357

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1: Características dos sistemas continentais e anglo-saxónicos.....	32
Quadro 2: Enquadramento de Portugal no conjunto dos países menos desenvolvidos.....	41
Quadro 3: Hipóteses de relacionamento do modelo de Gray (1988).....	45
Quadro 4: Os valores contabilísticos de Gray (1988) e o relato financeiro.	50
Quadro 5: A mensuração e divulgação na ótica de Baydoun e Willett (1995).	51
Quadro 6: O ambiente da contabilidade na ótica de Willett et al. (1997).....	52
Quadro 7: Questões utilizadas por Chanchani e Willett (2004).	54
Quadro 8: Os valores terminais e instrumentais de Rokeach (1973).....	57
Quadro 9: Os valores motivacionais de Schwartz (1992).....	58
Quadro 10: Fases do Projeto da EC FASB-IASB.	81
Quadro 11: Os utilizadores das demonstrações financeiras.	84
Quadro 12: Questões levantadas no âmbito do projeto de revisão da EC FASB-IASB.	86
Quadro 13: Dimensão empresarial para efeitos de elaboração de contas individuais.....	94
Quadro 14: Estudos relativos à utilidade da informação.....	104
Quadro 15: Conceito de PME.....	118
Quadro 16: As PME por dimensão na UE-25 (2008), em percentagem.....	122
Quadro 17: As PME por dimensão e setor de atividade na UE-25 (2008), em percentagem.....	122
Quadro 18: Principais indicadores das empresas em Portugal.....	125
Quadro 19: Distribuição sectorial por dimensão.....	127
Quadro 20: Distribuição sectorial das sociedades não financeiras nacionais.....	128
Quadro 21: Indicadores de síntese.	129
Quadro 22: Distribuição por volume de negócios em função da maturidade.	130
Quadro 23: Distribuição por número de empresas em função da maturidade.....	130
Quadro 24: Distribuição por volume de negócios em função da natureza jurídica.....	131
Quadro 25: Distribuição por número de empresas em função da natureza jurídica.	131
Quadro 26: Distribuição setorial por volume de negócios e número de empresas.	132
Quadro 27: Distribuição por localização da sede em volume de negócios e em número.....	134
Quadro 28: Principais conclusões do CE (2011b).....	140
Quadro 29: Mercados regulamentados e mercados não regulamentados em Portugal.	142
Quadro 30: Requisitos para o funcionamento de mercados regulamentos.	143
Quadro 31: Exemplos de mercados regulamentados e não regulamentados.	145
Quadro 32: Requisitos de entrada e regulação do mercado Alternext.	146
Quadro 33: Resultados do estudo realizado em Espanha sobre o MAB.....	152
Quadro 34: Distinção entre os FCR e os FRIE.	155
Quadro 35: Modalidades de investimentos associados ao capital de risco	157

Quadro 36: Estatísticas de venture capital e private equity em Portugal.	160
Quadro 37: Estatísticas de venture capital e private equity em Portugal.	160
Quadro 38: Resultados do questionário aos investidores em capital de risco.	161
Quadro 39: Resultados do estudo de Serrasqueiro (2000).	195
Quadro 40: Grupo dos países em torno das dimensões culturais de Hofstede (1980).	204
Quadro 41: As dimensões culturais de Hofstede (1980) e o financiamento.	206
Quadro 42: Questões de enquadramento do questionário III.	235
Quadro 43: Questões relativas ao conservadorismo e ao secretismo (questionário III).	236
Quadro 44: Questões associada ao processo de financiamento (questionário III).	237
Quadro 45: Questões associada a aspetos da gestão empresarial (questionário III).	237
Quadro 46: Questões associadas à informação contabilística (questionário III).	238
Quadro 47: Questão associada às fontes de financiamento (questionário III).	238
Quadro 48: Condições para a atribuição do estatuto PME Líder.	243
Quadro 49: Ficha técnica do estudo.	247
Quadro 50: Variáveis dependentes utilizadas.	249
Quadro 51: Variáveis independentes extraídas do questionário.	252
Quadro 52: Variáveis independentes extraídas da Central de Balanços.	253
Quadro 53: Questão de enquadramento do questionário III – A1.1.	273
Quadro 54: Questão de enquadramento do questionário III – A1.2.	274
Quadro 55: Questão de enquadramento do questionário – A1.3.	274
Quadro 56: Questões de enquadramento do questionário III.	274
Quadro 57: Caracterização da amostra por setor de atividade.	275
Quadro 58: Agregação setorial relevante para o estudo.	276
Quadro 59: Caracterização da amostra por setor de atividade.	276
Quadro 60: Análise de frequências e mediana. Questão geral – Questão 1.	278
Quadro 61: Análise de fiabilidade. Questão geral – Questão 1.	279
Quadro 62: Análise da correlação inter-item. Questão geral – Questão 1.	280
Quadro 63: Análise de comunalidades. Questão geral – Questão 1.	281
Quadro 64: KMO e teste de esfericidade de Barlett. Questão geral – Questão 1.	282
Quadro 65: Análise de fiabilidade (conservadorismo e secretismo). Questão 1.	283
Quadro 66: Correlação inter-item (conservadorismo e secretismo). Questão 1.	283
Quadro 67: KMO e teste de Barlett (conservadorismo e secretismo). Questão 1.	284
Quadro 68: Análise de variância (conservadorismo e secretismo). Questão 1.	285
Quadro 69: Análise fatorial efetuada. Questão geral – Questão 1.	285
Quadro 70: Análise de frequências e mediana. Questão geral – Questão 2.	287
Quadro 71: Análise de fiabilidade. Questão geral – Questão 2.	287

Quadro 72: Análise da correlação inter-item. Questão geral – Questão 2.	287
Quadro 73: Análise de frequências e mediana. Questão geral – Questão 3.....	288
Quadro 74: Análise de fiabilidade. Questão geral – Questão 3.	288
Quadro 75: Análise da correlação inter-item. Questão geral – Questão 3.	289
Quadro 76: Análise de frequências e mediana. Questão geral – Questão 4.....	290
Quadro 77: Análise de fiabilidade. Questão geral – Questão 4.	290
Quadro 78: Análise da correlação inter-item. Questão geral – Questão 4.	291
Quadro 79: Análise de frequências e mediana. Questão geral – Questão 5.....	291
Quadro 80: Análise de frequências. Questão geral – Questão 6.....	291
Quadro 81: Maturidade das entidades incluídas na amostra do estudo.....	292
Quadro 82: Indicadores económico-financeiros (média, mediana e desvio padrão).	294
Quadro 83: Indicadores económico-financeiros (mínimo, máximo, quartis e amplitude).....	295
Quadro 84: Resultados da regressão: dados do questionário (q1s e q1c).....	298
Quadro 85: Resultados da regressão: questionário (q1_t).....	300
Quadro 86: Resultados da regressão: questionário e dados económico-financeiros (q1s e q1c).	301
Quadro 87: Resultados da regressão: questionário e dados económico-financeiros (q1_t).	305
Quadro 88: Resultados da regressão: endividamento remunerado.	307
Quadro 89: Resultados da regressão: endividamento não remunerado.	308
Quadro 90: Síntese dos resultados da regressão: questionário.	310
Quadro 91: Síntese dos resultados da regressão: dados económico-financeiros.	311

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Síntese dos pressupostos subjacentes à investigação.	6
Figura 2: Países integrantes do processo de harmonização contabilística.....	16
Figura 3: Abrangência das normas e interpretações do IASB em Portugal.	19
Figura 4: Entidades abrangidas pela NCM e pelo SNC.....	20
Figura 5: Fatores de influência na normalização contabilística.	25
Figura 6: Modelo de divulgação da informação financeira.	34
Figura 7: Os valores contabilísticos e as práticas contabilísticas.	44
Figura 8: Do modelo de Hofstede (1980) ao modelo de Gray (1988).....	44
Figura 9: Posição de Portugal em termos dos valores contabilísticos.....	46
Figura 10: Posição de Portugal em termos dos valores contabilísticos.....	47
Figura 11: Agrupamento dos valores motivacionais de Schwartz (1994b).....	59
Figura 12: Os valores culturais de Schwartz (1999).....	60
Figura 13: As demonstrações financeiras e a utilidade da informação.	75
Figura 14: O ciclo vicioso do financiamento das PME.....	109
Figura 15: Definição de empresas parceiras.	120
Figura 16: Definição de empresas associadas.	120
Figura 17: Definição de empresas autónomas.....	121
Figura 18: As microempresas e as PME na UE-25 (2008), em milhões de empresas.	123
Figura 19: As PME em número de pessoas ao serviço na UE-25 (2008), em milhões.....	124
Figura 20: As PME em volume de negócios na UE-25 (2008), em milhões.....	124
Figura 21: Distribuição geográfica do volume de negócios (2011).	135
Figura 22: Características do financiamento empresarial.....	137
Figura 23: Fontes alternativas de capital.	147
Figura 24: Investimento em <i>private equity</i> em % do produto interno bruto (2011).	158
Figura 25: Investimento em <i>venture capital</i> em % do produto interno bruto (2011).	159
Figura 26: As teorias relacionadas com a estrutura de capital.	170
Figura 27: Hierarquia das fontes de financiamento segundo a teoria do <i>pecking order</i>	179
Figura 28: Modelo subjacente ao desenvolvimento dos objetivos da investigação.	221
Figura 29: Fatores que indiciam um maior/menor conservadorismo/secretismo.....	223
Figura 30: Síntese dos pressupostos da investigação subjacente.....	224
Figura 31: Desenho da investigação.....	227
Figura 32: Escala utilizada no questionário.....	232
Figura 33: Escala da questão geral – Questão 1.	277
Figura 34: Frequências identificadas para a questão geral – Questão 1.	277
Figura 35: Gráfico de declive ou das componentes (<i>scree plot</i>). Questão geral – Questão 1.	282

Figura 36: Escala da questão geral - Questões 2 e 3.....	286
Figura 37: Frequências identificadas para a questão geral - Questão 2.....	286
Figura 38: Frequências identificadas para a questão geral - Questão 3.....	288
Figura 39: Escala da questão geral – Questão 4.	289
Figura 40: Frequências identificadas para a questão geral - Questão 4.....	290
Figura 41: Estrutura do endividamento.....	293

LISTA DE ABREVIATURAS, ACRÓNIMOS E SIGLAS

APCRI	Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento
CAE	Código da Atividade Económica
CNC	Comissão de Normalização Contabilística
CE	Comunidade Europeia
CEE	Comunidade Económica Europeia
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CESE	Comité Económico e Social Europeu
CFO	<i>Chief Financial Officers</i>
CLC	Certificação Legal das Contas
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Portugal)
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores (Espanha)
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CTOC	Câmara dos Técnicos Oficiais de Contas
DC	Diretriz(es) Contabilística(s)
DF	Demonstração(ões) Financeira(s)
DR	Demonstração dos Resultados
EBIT	<i>Earning Before Interest and Taxes</i> (Resultado antes de Juros e Impostos)
EBITDA	<i>Earning Before Interest, Taxes and Depreciation/Amortization</i> (Resultado antes de Juros, Impostos e Depreciações/Amortizações)
EC	Estrutura(s) Conceptual(is)
EC FASB	Estrutura Conceptual do FASB
EC FASB-IASB	Estrutura Conceptual Conjunta (FASB e IASB)

EC IASB	Estrutura Conceptual do IASB
e.g.	Por exemplo
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
EM	Estado(s)-Membro(s)
FASB	Financial Accounting Standards Board
FIFO	<i>First in, First out</i>
FCR	Fundo(s) de Capital de Risco
FRIE	Fundo(s) de Reestruturação e Internacionalização Empresarial
GSEAF	Gabinete do Secretário de Estado dos Assuntos Fiscais
IAPMEI	Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação
IAS	<i>International Accounting Standard</i>
INE	Instituto Nacional de Estatística
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee
ICR	Investidor(es) de Capital de Risco
IPO	Oferta Pública Inicial
IRC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
IRC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
ISCAL	Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa
IES	Informação Empresarial Simplificada
IFRIC	International Financial Reporting Interpretations Committee
IFRS	<i>International Financial Reporting Standard</i>

IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IT	Interpretação(ões) Técnica(s)
INE	Instituto Nacional de Estatística
KMO	<i>Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy</i>
LIFO	<i>Last in, First out</i>
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MFAP	Ministério das Finanças e da Administração Pública
MoU	<i>Memorandum of Understanding</i>
NCM	Normalização Contabilística para as Microentidades
NC-ME	Norma Contabilística para as Microentidades
NCRF	Norma Contabilística e de Relato Financeiro
NCRF-PE	Norma Contabilística e de Relato Financeiro para as Pequenas Entidades
NI	Normas Interpretativas
NIC	Normas Internacionais de Contabilidade
NIPC	Número de Identificação da Pessoa Coletiva
NPS	Número de pessoas ao serviço
NYSE	New York Stock Exchange
OROC	Ordem dos Revisores Oficiais de Contas
OTOC	Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas
PASW	Predictive Analytics SoftWare®
PCGA	Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites
PEX	Prime Exchange

PIB	Produto Interno Bruto
PME	Microempresas, Pequenas e Médias Empresas
POC	Plano Oficial de Contabilidade
RCP	Rendibilidade dos capitais próprios
ROC	Revisor Oficial de Contas
SABI	Sistema de Análise de Balanços Ibéricos
SCR	Sociedade(s) de Capital de Risco
SEC	Securities and Exchange Commission
SFAC	<i>Statement of financial accounting concepts</i>
SIC	Standards Interpretation Committee
SNC	Sistema de Normalização Contabilística
SNF	Sociedade(s) Não Financeiras(s)
SGPS	Sociedades Gestoras de Participações Sociais
SME	<i>Small and Medium Enterprise</i>
SWOT	<i>Strengths-Weaknesses-Opportunities and Threats</i>
TOC	Técnicos Oficiais de Contas
UE	União Europeia
EU-25	União Europeia a 25 Estados-membros
VN	Volume de negócios
vs.	<i>Versus</i>

INTRODUÇÃO

O International Accounting Standards Committee (IASC), organismo criado em 1973, período de forte desenvolvimento das relações internacionais evidenciado pela expansão do comércio e investimento estrangeiro e fortalecimento das empresas transnacionais, é apontado como o principal responsável pela difusão da harmonização contabilística internacional. Estava em causa a ideia de criação de normas contabilísticas de aplicação internacional que garantissem um nível mínimo de comparabilidade, eliminando barreiras contabilísticas nacionais, reduzindo custos e incentivando a internacionalização das empresas. Este mesmo organismo deu origem numa fase seguinte ao International Accounting Standards Board (IASB) que, recentemente reestruturado, caracteriza-se como um organismo emissor de normas e interpretações independente da IFRS Foundation, nesse último caso através de um órgão ligado ao IASB, o International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC). São objetivos declarados deste último, entre outros (IFRS Foundation, 2011)¹:

- Desenvolver, no interesse público, um conjunto de normas de relato financeiro de alta qualidade, ‘*Global Accounting Standards*’, orientadas para as Bolsas de Valores Mundiais e para outras entidades, que sejam úteis na tomada de decisões económicas;
- Promover o uso e a rigorosa aplicação das normas;
- Trabalhar ativamente com a Comissão de Normalização Contabilística (CNC) dos vários países, *Accounting Standards Setting Bodies*, com vista à convergência da normalização contabilística.

Frequentemente, o processo de harmonização internacional da Contabilidade é apontado como indutor da comparabilidade do relato financeiro, sendo esta referida como uma das suas principais vantagens, uma vez que promove uma significativa compatibilidade entre as práticas contabilísticas seguidas pelos países, limitando e estreitando, assim, o intervalo em que as diferenças conceptuais tendem a ser aceites (Beke, 2010; CNC, 2003). Subjacente a este objetivo encontra-se a adoção de práticas contabilísticas uniformes seguidas pelos países aderentes.

Eventuais conflitos tendem a ser eliminados, e novas posturas passam a ser incorporadas pela generalidade dos seus aderentes (Tarca, 2004). Os anteriores modelos

¹Tradução livre do original em inglês.

dos países que integram o processo de harmonização dão lugar a novas estruturas, o que implica mudanças, nalguns casos significativas, do sistema contabilístico então vigente.

Quanto mais significativas forem as diferenças, mais dificuldades encontram os países em cumprir o novo referencial contabilístico adotado (Nobes, 1998). De acordo com Yoon (2007), a afirmação de que a adoção de normas internacionais promove a comparabilidade encontra-se ainda em debate. Um dos fatores mais significativos que estão na origem das diferenças identificadas é a cultura (Gray (1988). Assim, compreender a forma como a cultura afeta a diversidade contabilística ao nível de cada país pode contribuir para reduzir a diversidade e reforçar a comparabilidade da informação contabilística ao nível global (Doupnik e Salter, 1995).

Desenvolvimentos relativos à influência da cultura têm, particularmente a partir dos desenvolvimentos teóricos propostos por Hofstede (1980), incidido sobre outras áreas, nomeadamente, na explicação das diferenças que cercam a estrutura de capital das empresas no contexto dos valores culturais que cercam os diferentes países.

De facto, os estudos relacionados com as teorias da estrutura do capital têm utilizado, maioritariamente, os contributos teóricos classicamente referenciados no contexto das finanças empresariais (Jensen e Meckling, 1976; Modigliani e Miller, 1958; Modigliani e Miller, 1963; Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984). No entanto, desenvolvimentos teóricos mais recentes têm incorporado nessa análise novas variáveis, tendo em conta os efeitos relativos aos aspetos motivacionais e culturais na explicação do financiamento empresarial, procurando explicações acerca da estrutura do financiamento empresarial e as opções que estão na base das escolhas dos gestores e proprietários relativamente às fontes de financiamento disponíveis (Ang *et al.*, 2000; Anni, 2009; Antonczyk *et al.*, 2010; Antonczyk *et al.*; 2011; Barton e Gordon; 1987; Chui *et al.*, 2002; Gleason *et al.*, 2000; Rihab e Lotfi, 2011; Serrasqueiro, 2000).

Refira-se, designadamente, no contexto específico das PME, maioritárias no tecido empresarial nacional, a evidência da literatura sobre o tema relacionada com a resistência das PME à obtenção de financiamento com base em fontes menos tradicionais, como o *public equity* e o *private equity*. Na base dessa resistência encontram-se fatores culturais, designadamente, a existência de uma atitude conservadora, relativa à resistência à entrada de outros membros na gestão da entidade (AECA, 2011; Antonczyk e Salzman, 2012; Baldi, 2007; Vieira e Novo, 2010).

1. Problema da investigação

O problema identificado nesta investigação surge da necessidade de resolver questões aparentemente inconsistentes relacionadas com o financiamento das PME nacionais².

Assim, por um lado, os estudos nacionais têm revelado uma aparente preferência das PME nacionais pelo recurso ao autofinanciamento em detrimento do endividamento externo (Bastos e Ramalho, 2011; Fernandes *et al.*, 2010; Rebelo, 2003; Ramalho e Silva, 2009; Serrasqueiro, 2000; Silva Junior, 2012; Vieira e Novo, 2010), em linha com a teoria do *pecking order*.

No entanto, consultados os dados anuais relativos às PME nacionais, disponíveis, nomeadamente, na Central de Balanços do Banco de Portugal³, ou em estudos igualmente publicados pela mesma entidade, é possível identificar que as sociedades não financeiras nacionais apresentam níveis de autonomia financeira situada ligeiramente acima de 30%, considerado reduzido comparativamente com o nível de autonomia financeira das sociedades da área do euro (Banco de Portugal, 2011a, 2012a, 2012c). Destaca o mesmo estudo que existe um conjunto de 25% de empresas que apresentam exclusivamente capitais alheios como forma de financiamento empresarial, embora outros 25% apresentem um nível de autonomia financeira superior a 58% (Banco de Portugal, 2012a).

Acrescenta ainda a referida fonte que, tendo em conta uma análise por classes de dimensão, foram as pequenas e médias e as grandes empresas que apresentaram, em 2009, os níveis de autonomia financeira mais reduzidos, de 28% e 33%, respetivamente. No extremo oposto encontram-se as microempresas, com uma autonomia financeira média situada em 41%. No entanto, metade dessas empresas apresentou uma autonomia financeira inferior a 22%, tendo mesmo havido um subconjunto de cerca de 25% de empresas com autonomias financeiras situadas abaixo de zero, e outros 25% com autonomias financeiras superiores a 59%, enquanto nas pequenas e médias e as grandes empresas esses valores situaram-se entre 12% e 46% (Banco de Portugal, 2011a).

Os valores encontrados para o indicador de autonomia financeira são, desse modo, reveladores da existência de uma maior dependência de financiamento alheio (passivo)

² A expressão PME “nacionais” é utilizada, no contexto desse estudo, por simplificação, em referência às PME incluídas no setor institucional das sociedades não financeiras nacionais.

³ Disponível em <http://www.bportugal.pt>, e acedendo ao BP Stat Estatísticas Online / Exploração multidimensional / Quadros predefinidos.

do que de capitais próprios no contexto das sociedades não financeiras nacionais. Os dados são ainda complementados com a informação de que a dívida financeira, isto é, o financiamento a partir de instituições de crédito, sociedades financeiras e títulos do mercado de valores mobiliários, constitui a rubrica mais relevante do passivo em todos os sectores da atividade (*ibid*).

Assim, as conclusões obtidas nos estudos anteriores realizados em Portugal, combinada com a informação retirada do estudo do Banco de Portugal, parecem assim, à primeira vista, inconsistentes, na medida em que a teoria do *pecking order* assume-se como uma clara preferência pelo recurso ao autofinanciamento em detrimento do endividamento.

Juntem-se a tais elementos os estudos internacionais realizados no contexto da associação entre as opções de financiamento e a cultura nacional que confirmam a existência de uma relação inversa entre a dimensão cultural do conservadorismo e o nível de endividamento (e.g. Chui *et al.*, 2002; Rihab e Lofti, 2011). Portugal, por seu turno, encontra-se classificado no conjunto dos países com elevado conservadorismo ou aversão ao risco (Hofstede, 1980), o que contrasta, uma vez mais, com os dados divulgados no estudo do Banco de Portugal (2011a) anteriormente referido.

2. Objetivos e metodologia da investigação

Na sequência do problema de investigação anteriormente apresentado, este ponto da tese destina-se à apresentação dos objetivos identificados para esta investigação e de uma síntese da metodologia adotada no sentido da condução dos referidos objetivos.

2.1. Objetivos da investigação

Para a resolução do problema de investigação anteriormente apresentado, relacionado com uma aparente inconsistência entre a hierarquização subjacente à teoria do *pecking order*, o nível de endividamento das PME nacionais e a relação inversa entre o conservadorismo e o endividamento, esta investigação parte do pressuposto de que todas as indicações anteriormente serão válidas e consistentes desde que a necessidade de contração de endividamento externo das PME nacionais interfiram na preferência pelo autofinanciamento.

No mesmo sentido, e na base da mesma teoria, a existência de oportunidades de investimento que superem a geração de recursos internos resultará na necessidade de recurso ao endividamento por parte de tais entidades, sem prejuízo da existência de eventuais restrições ou condicionamentos ao endividamento, de que são exemplos os efeitos associados à assimetria da informação.

Assim, é expectável que tal limitação decorra, por seu turno, consistentemente com os fundamentos da teoria – e excluindo-se os efeitos das assimetrias de informação entre a empresa e o sistema bancário, que inviabilize o recurso a essa fonte de financiamento externo, preferencial entre as entidades nacionais – da incapacidade relativa de geração de recursos internos por parte das PME que lhes permitam financiar a sua atividade sem o recurso ao capital alheio (Barton e Gordon, 1987; Myers, 1984).

Por outro lado, e tendo presente a aversão ao risco por parte dos gestores e proprietários de PME⁴, havendo necessidade de recorrer ao endividamento, a preferência recairia, numa primeira fase, sobre o capital alheio (passivo) não remunerado, uma vez que este tipo de recurso possibilita, nomeadamente, a minimização de custos financeiros e, consequentemente, dos riscos de falência.

⁴ O termo gestores e proprietários de PME, utilizado neste estudo, inclui as seguintes possibilidades de enquadramento, tal como proposto no questionário conduzido neste estudo: “Sócio-gerente ou acionista-administrador remunerado”, “Sócio-gerente ou acionista-administrador não remunerado” e “Sócio não gerente ou acionista não administrador”.

Tendo em conta as considerações anteriores, o pressuposto subjacente ao desenvolvimento desta investigação teve por base os fatores sinteticamente identificados na **Figura 1** que se apresenta abaixo.

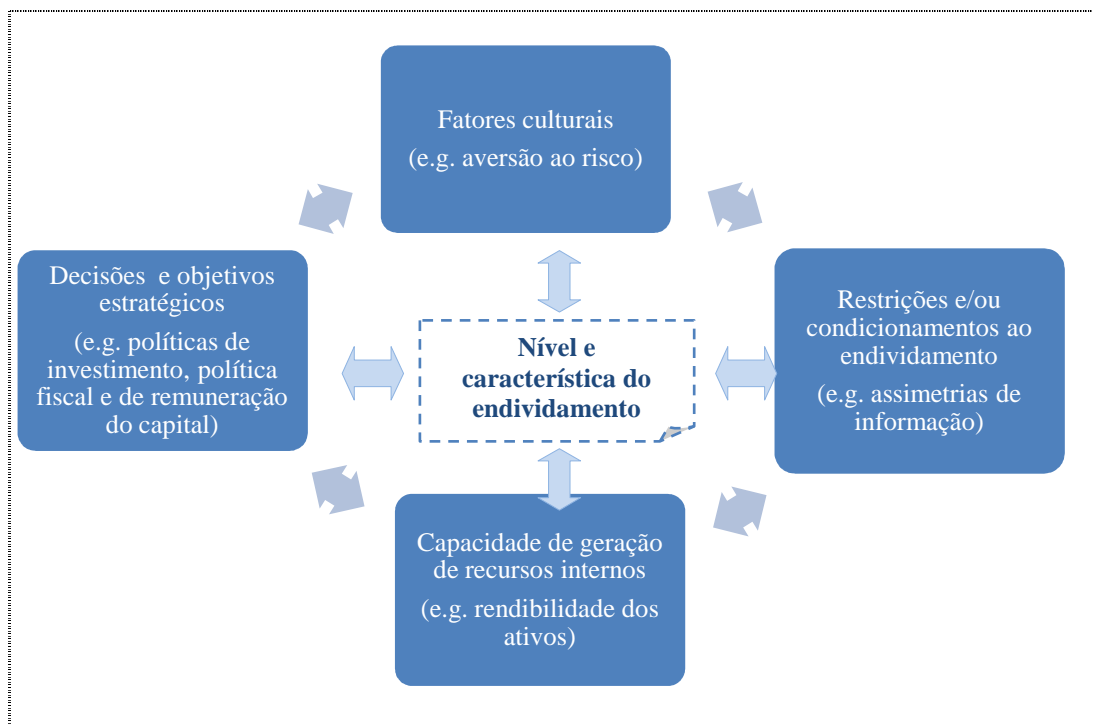


Figura 1: Síntese dos pressupostos subjacentes à investigação.

O modelo desenvolvido neste estudo encontra-se apresentado em termos de associação entre dois valores culturais referidos na literatura (e.g. Gray, 1988; Hofstede, 1980), nomeadamente, o conservadorismo (ou aversão ao risco) e o secretismo⁵, por um lado, e à capacidade de geração de recursos internos e às oportunidades de investimento, por outro, como fatores associados e que estão na base de seleção das fontes de financiamento por parte das PME, sem descurar a existência de outras restrições ou condicionamentos ao endividamento que cercam tais entidades.

Os valores do conservadorismo e do secretismo, inicialmente identificados no contexto dos valores existentes no âmbito da subcultura da Contabilidade, encontram-se, por sua vez, analisados neste estudo a partir das seguintes perspetivas ligadas à gestão e ao financiamento empresarial, nomeadamente:

⁵ O conceito de conservadorismo e secretismo são utilizados neste estudo de uma forma associada, na medida em que, embora reflitam práticas contabilísticas em contextos distintos, traduzem valores culturais similares, tal como evidenciado já em estudos anteriores, designadamente em Chanchani e Willett (2004) e Albuquerque *et al.* (2011).

- O **conservadorismo** encontra-se definido a partir da opção por determinadas práticas contabilísticas e de gestão em detrimento de outras, como a opção pelo modelo do custo em detrimento do modelo do justo valor, que denota uma aversão ao risco, ou a utilização de práticas contabilísticas mais consentâneas com os objetivos da fiscalidade. No contexto do financiamento empresarial, o receio da abertura do capital a outros elementos que estão fora da estrutura tradicional da entidade (particularmente no caso das empresas familiares) apresenta-se como uma atitude típica das entidades mais conservadoras; e
- O **secretismo** encontra-se analisado pela maior resistência à divulgação de informação, designadamente, o recurso a fontes de financiamento menos tradicionais, que exigem de uma entidade a divulgação de um conjunto de informação mais significativo, que nem sempre as referidas entidades estão predispostas a facultar/fornecer, em particular, as entidades mais secretistas.

Para a identificação dos referidos valores culturais (conservadorismo e secretismo), a discussão em torno dos fatores que estão por trás da resistência das PME à obtenção de financiamento com base no *public equity* e no *private equity* serão particularmente utilizados no contexto de um questionário para esse efeito desenvolvido.

Assim, subjacente à concretização deste estudo encontra-se um objetivo geral que se materializa, em última análise, nos seguintes termos:

Objetivo geral:

Identificar e analisar as opções de financiamento empresarial das PME nacionais incorporando nessa análise o ponto de vista da cultura, reflexo do problema da investigação inicialmente apresentado.

O modelo adotado neste estudo encontra-se igualmente em linha com desenvolvimentos teóricos relativos à hierarquização das fontes de financiamento referendada por Myers (1984) na teoria do *pecking order*, assim como nos posteriores contributos propostos, designadamente, por Barton e Gordon (1987) no que diz respeito aos fatores motivacionais como a aversão ao risco e à estratégia empresarial.

A referência mais direta às teorias anteriores no contexto deste estudo não descarta, no entanto, a necessidade de compreender os potenciais impactos ou influências dos fatores identificados na base de outras teorias do financiamento empresarial, de uma forma

independente ou relacionada com a identificação do conservadorismo e do secretismo. Assim, tendo presente os elementos anteriormente referidos, para a concretização do objetivo geral definido neste estudo, foram definidos objetivos específicos, necessários à resolução do problema da investigação, nomeadamente:

Objetivos específicos:

1. Identificar os elementos que estão na base da definição do conservadorismo e do secretismo como valores culturais sob a perspetiva dos gestores e/ou proprietários das PME portuguesas.
2. Analisar a relação entre os referidos valores e o nível e a característica do endividamento das PME, sem descurar os contributos identificados pelas teorias clássicas relacionadas com a estrutura de capital.

Pese o facto do avultado número de estudos empíricos já desenvolvidos, abarcando quer as empresas de grande dimensão quer as empresas de menor dimensão, tendo subjacentes às teorias explicativas da estrutura de capital das entidades, apenas mais recentemente têm sido desenvolvidos estudos que utilizam os fatores motivacionais subjacentes aos valores culturais ou, ainda, índices de dimensões culturais baseados em modelos já desenvolvidos na explicação da referida estrutura (e.g. Chang *et al.*, 2009; Chui *et al.*, 2002; Gleason *et al.*, 2000; Rihab e Lofti, 2011).

Em Portugal, é conhecido estudos de natureza similar, designadamente, a investigação realizada por Serrasqueiro (2003), baseada em dados conduzidos através de um questionário realizado em 1998. No entanto, a metodologia conduzida apresenta-se distinta da proposta para este estudo, quer no tratamento dos dados quer na recolha e seleção da amostra subjacente. Por outro lado, importa ainda conhecer se os resultados deste e de outros estudos mantêm-se válidos no contexto atual.

A relevância das PME na economia europeia e, em particular, na economia nacional, revela-se como mais um fator de interesse para a condução deste estudo. As características específicas das PME, que frequentemente não utilizam as mesmas fontes de captação de recursos utilizadas pelas empresas de maior dimensão, determinam uma análise diferenciada dos fatores determinantes da estrutura de capital (Berger e Udell: 1998). Outro fator de diferenciação prende-se com a análise do endividamento tendo em conta a sua característica mais específica (remunerado vs não remunerado), francamente descurada na literatura sobre o tema.

Este estudo distingue-se ainda pelo facto de utilizar informação não extraída exclusivamente de questionário ou do relato financeiro das entidades, combinando, assim, as duas fontes de informação, além de evitar a utilização de índices de valores culturais já desenvolvidos em outros estudos, designadamente, os índices de valores culturais de Hofstede (1980) e Schwartz (1994a, 1999). Jensen e Uhl (2008), designadamente, destacam a limitação de estudos baseados em índices, que, além dos fatores subjetivos associados, poderão não captar todos os efeitos relevantes associados à variável que se pretende utilizar como variável independente.

Cumprе ressalvar ainda que este estudo insere-se no contexto nacional como a primeira investigação, tendo em conta a investigação realizada, a analisar a influência de valores culturais derivados de modelos desenvolvidos em literatura de referência sobre o tema, bem como a utilizar exclusivamente informação contabilística posterior à introdução dos novos referencias contabilísticos nacionais, nomeadamente, o Sistema de Normalização Contabilística (SNC) e a Normalização Contabilística para as Microentidades (NCM).

Hall *et al.* (2004), designadamente, em seu estudo multi-países desenvolvido no âmbito europeu, conclui que quer a estrutura de capital das empresas (PME) europeias quer os seus fatores determinantes apresentam variações significativas que não podem ser descuradas, sugerindo a existência de “diferenças de atitudes, exigências de divulgação, relacionamento com os bancos e diferenças em termos fiscais e outras diferenças económicas, sociais e culturais” que podem estar na base das referidas diferenças. Para os autores, “novas pesquisas podem fornecer mais explicações na consideração de variáveis específicas de cada país que determinam a estrutura de capital das PME.”

2.2. Metodologia da investigação

O modelo proposto para este estudo apresenta como ponto de partida o problema de investigação inicialmente apresentado, relacionado com uma aparente inconsistência entre as preferências dos proprietários das PME portuguesas pelos recursos gerados internamente (autofinanciamento) e o elevado endividamento (reduzida autonomia financeira) das empresas nacionais.

O enquadramento de Portugal como um país de elevado conservadorismo e secretismo, tal como proposto, designadamente, por Gray (1988), é consistente – em termos da definição desse valor – com a preferência pelo autofinanciamento e inconsistente, uma

vez mais, com a aversão ao risco associada ao elevado endividamento, em particular, o endividamento remunerado (que conduz a um aumento do risco de falência). Encontra-se igual e intimamente relacionado com a inclusão do valor do conservadorismo analisado neste estudo as proposições de Barton e Gordon (1987) acerca dos fatores motivacionais subjacentes às seleções das fontes de financiamento.

Nesse sentido, para atender aos objetivos propostos para esta investigação, tornou-se necessário submeter o seu desenvolvimento em três fases, a última das quais concretizadora da meta proposta para este estudo:

- **Fase I:** Esta investigação teve início pela análise do julgamento profissional dos preparadores da informação portugueses⁶ em termos do enquadramento de Portugal no conjunto dos países latinos menos desenvolvidos, proposto por Gray (1988) como um país que apresenta elevados níveis de uniformidade, controlo estatutário, secretismo e conservadorismo, a partir dos desenvolvimentos propostos por Baydoun e Willett (1995). Assim, e com base em elementos obtidos a partir de um questionário direcionado a estes profissionais, pretendia-se validar (ou não) a classificação de Portugal apresentada por Gray (1988). O resultado dessa primeira fase encontra-se refletido no estudo publicado por Albuquerque *et al.* (2011).
- **Fase II:** Concretizado o aspeto relativo à análise dos valores contabilísticos que estão na base do julgamento profissional dos preparadores portugueses, o estudo seguinte encontra-se relacionado com a análise da influência, especificamente, dos valores do conservadorismo e do secretismo sobre a perceção da utilidade da informação financeira, assim como na preferência pela adoção de certas práticas contabilísticas e de financiamento empresarial, desenvolvido uma vez mais à luz da teoria da relevância cultural da Contabilidade desenvolvida por Baydoun e Willett (1995). O desenvolvimento deste segundo estudo permitiu, ainda, validar parte significativa do questionário desenvolvido para a fase III da investigação. O resultado dessa segunda fase encontra-se refletido no estudo publicado por Albuquerque e Teixeira Quirós (2012).

⁶ O termo “preparadores”, tal como apresentado nesta investigação, é utilizado em referência aos Técnicos Oficiais de Contas (TOC) portugueses com inscrição ativa no organismo profissional regulador da profissão, nomeadamente, a Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas (OTOC).

- **Fase III:** Os elementos subjacentes à concretização dessa fase encontram-se apresentados mais detalhadamente na sequência, na medida em que representa o objetivo final definido para esta investigação.

Para a concretização desse estudo na sua fase III, foram utilizados dois conjuntos de dados primários, nomeadamente:

- Dados recolhidos a partir de um questionário direcionado aos gestores e proprietários de PME portuguesas⁷; e
- Dados de caracterização e de natureza contabilística recolhidos a partir dos relatórios e contas anuais das PME objeto de análise, incluídas no estudo tendo em conta a resposta obtida ao questionário por intermédio do gestor/proprietário respondente do questionário.

A definição do modelo adotado neste estudo norteou-se pelo estabelecimento de dois critérios de base que se refletiram na condução desta investigação e que importam desde já mencionar, na medida que influenciaram as decisões relativas ao instrumento de recolha e a seleção da amostra, nomeadamente:

- **Instrumento de recolha:** Para a definição do indicador relativo ao conservadorismo e ao secretismo⁸, este estudo serve-se de um questionário especificamente conduzido para o efeito, e em detrimento da utilização de índices de valores culturais definidos em investigações anteriores (Hofstede, 1980; Schwartz, 1999), os quais, dadas as metodologias subjacentes, têm sido alvo de críticas por outros investigadores, pese as suas inúmeras aplicações em diversos campos do conhecimento (Baskerville, 2003);
- **Seleção da amostra:** O primeiro pressuposto baseia-se no facto de que os critérios de seleção do universo de referência deste estudo permitiu reduzir significativamente os efeitos da informação assimétrica entre empresas e credores, dado que está em causa a inclusão de empresas com elevados níveis de *rating*.

⁷ O termo gestores e proprietários de PME utilizada neste estudo inclui as seguintes possibilidades de enquadramento, tal como proposto no questionário conduzido neste estudo, “Sócio-gerente ou acionista-administrador remunerado”, “Sócio-gerente ou acionista-administrador não remunerado” e “Sócio não gerente ou acionista não administrador”

⁸ Tais valores encontram-se referidos nesta investigação por força do referencial teórico que está na sua origem, nomeadamente, os subsequentes desenvolvimento do modelo de Gray (1988), bem como na ligação dos referidos valores às opções de financiamento empresarial.

Identificados os fatores relacionados com a condição de conservadorismo e secretismo, o passo seguinte consistiu na definição de hipóteses operacionais que estabelecem a relação entre os referidos valores e as opções de financiamento empresarial, em linha com os objetivos e o problema de investigação apresentados e sem descurar, nesse sentido, a existência de outros elementos igualmente desenvolvidos na literatura sobre o tema.

A maioria dos estudos relacionados com a estrutura de capital utilizam técnicas de regressão. Novas abordagens, no entanto, como a utilizada por Ramalho e Silva (2009), e em linha com os desenvolvimentos propostos por Cassar (2004) e Cook *et al.* (2004), sugerem a utilização de modelos de regressão fracionários. O estudo efetuado por Bastos e Ramalho (2011) demonstrou a adequação da técnica utilizada por Ramalho e Silva (2009) no contexto das PME nacionais, o que motivou a seleção desta técnica no contexto desta investigação.

Elementos mais específicos relacionados com os aspetos metodológicos que cercam este estudo encontram-se detalhados na parte II – Metodologias.

3. Estrutura da investigação

A presente investigação encontra-se estruturada em cinco partes, conforme se apresentam nas linhas seguintes:

A primeira parte (Enquadramento Teórico) encontra-se estruturada em três capítulos, destinando-se a divulgar os principais modelos e estudos que suportam o modelo teórico proposto para esta investigação, bem como os objetivos definidos para o futuro desenvolvimento desta. O primeiro capítulo apresenta alguns aspetos teóricos que cercam a harmonização contabilística internacional, nomeadamente, as suas vantagens e desafios relativamente à existência de sistemas contabilísticos internacionais e os fatores que estão na sua origem, bem como o posicionamento de Portugal nesse contexto. No segundo capítulo são apresentadas as questões relacionadas com os utilizadores e a utilidade da informação financeira, sob o ponto de vista, em particular, das necessidades específicas da informação requerida pelas PME, bem como os problemas relacionados com as assimetrias de informação. O último capítulo, por fim, apresenta as problemáticas relacionadas com a captação de recursos por parte das PME, partindo da caracterização das PME, das fontes de financiamento disponíveis, das teorias relativas ao financiamento empresarial e evidências empíricas relacionadas, bem como os desenvolvimentos teóricos mais recentes relacionados com a influência da cultura sobre o financiamento empresarial.

A segunda parte (Metodologia) dedica-se à divulgação dos aspetos metodológicos que cercam a investigação desenvolvida e apresentada neste documento, encontrando-se dividida em cinco capítulos. O primeiro capítulo apresenta os aspetos teóricos que cercam o modelo desenvolvido para este estudo, ao passo que o segundo apresenta a hipótese geral desenvolvida no sentido de dar resposta ao problema de investigação subjacente. O terceiro capítulo destina-se a apresentar a linha de desenvolvimento metodológico subjacente à condução deste estudo. O quarto capítulo divulga a forma como os dados foram recolhidos, incluindo a apresentação dos elementos subjacentes à definição do instrumento de recolha (questionário) desenvolvido para esta investigação, bem como o período de abrangência do estudo, além de outros dados relativos à análise estatística. O quinto capítulo apresenta os dados relativos à dimensão e caracterização da amostra, ao passo que o sexto capítulo identifica as variáveis utilizadas e hipóteses operacionais selecionadas para o estudo. O sétimo capítulo, por fim apresenta os

métodos e técnicas que melhor se adequam aos objetivos definidos para esta investigação.

Na terceira parte (Estudo Empírico), serão discutidos e apresentados os principais resultados obtidos para o estudo com base na metodologia divulgada no ponto precedente. O primeiro capítulo desta parte destina-se à análise dos dados obtidos a partir do questionário, ao passo que o segundo apresenta algumas análises relativas aos dados económico-financeiros. O terceiro capítulo, por fim, apresenta e discute os principais resultados obtidos tendo em conta as hipóteses definidas para este estudo.

A quarta parte (Conclusões, Limitações e Perspetivas Futuras) encontra-se estruturada em três capítulos. O primeiro capítulo analisa as principais conclusões obtidas relativamente ao estudo empírico realizado; o segundo apresenta as suas limitações, ao passo que o terceiro apresenta, por fim, as principais contribuições e sugestões para futuros trabalhos em áreas relacionados com os temas desenvolvidos nesta investigação.

Parte I: ENQUADRAMENTO TEÓRICO

Esta parte da investigação encontra-se estruturada em três capítulos. O primeiro capítulo - A harmonização internacional e a influência da cultura – apresenta alguns aspetos teóricos que cercam a harmonização contabilística internacional, nomeadamente, as suas vantagens e desafios relativamente à existência de sistemas contabilísticos internacionais e os fatores que estão na sua origem, bem como o posicionamento de Portugal nesse contexto. O segundo capítulo – As PME e o financiamento empresarial – diz respeito à problemática relacionada com a captação de recursos por parte das PME, partindo da caracterização das PME, das fontes de financiamento disponíveis, das teorias relativas ao financiamento empresarial e evidências empíricas relacionadas, bem como os desenvolvimentos teóricos mais recentes relacionados com a perspetiva estratégica e a influência da cultura sobre o financiamento empresarial. No último capítulo – A informação financeira sob a perspetiva das PME -, por fim, são apresentadas as questões relacionadas com os utilizadores e a utilidade da informação financeira, e, na sequência, os aspetos relacionados com a utilidade da informação financeira, sob o ponto de vista, em particular, das necessidades específicas da informação requerida pelas PME e os problemas relacionados com as assimetrias de informação.

1. A harmonização internacional e a influência da cultura

O International Accounting Standards Committee (IASC), organismo que posteriormente deu origem ao International Accounting Standards Board (IASB), em Abril de 2001, é apontado como o principal responsável pela difusão da harmonização contabilística internacional. O referido organismo foi fundado em 1973 por iniciativa de nove países, num período de forte desenvolvimento das relações internacionais, evidenciado pela expansão do comércio e investimento estrangeiro e fortalecimento das empresas transnacionais.

Tal contexto terá sido favorável ao desenvolvimento de um projeto que, não sendo original, reunia no entanto consensos alargados. Estava em causa a ideia de criação de normas contabilísticas de aplicação internacional que garantissem um nível mínimo de comparabilidade, eliminando barreiras contabilísticas nacionais, reduzindo custos e incentivando a internacionalização das empresas.

Os objetivos declarados do IASB, de acordo com o próprio organismo, consistem em (IFRS Foundation, 2011):

- Desenvolver, no interesse público, um conjunto de normas de relato financeiro de alta qualidade, denominadas ‘*Global Accounting Standards*’, orientadas para as Bolsas de Valores Mundiais e para outras entidades, que sejam úteis na tomada de decisões económicas;
- Promover o uso e a rigorosa aplicação das normas;
- Trabalhar ativamente com a Comissão de Normalização Contabilística dos vários países, os *Accounting Standards Setting Bodies*, com vista à convergência da normalização contabilística.

A tendência mundial aponta para a prossecução de políticas que visem o fortalecimento do processo de harmonização contabilística internacional⁹, através da obrigatoriedade ou possibilidade de adoção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), na promoção da comparabilidade do relato financeiro publicado por entidades dos mais diversos países, conforme a **Figura 2** permite ilustrar.



Figura 2: Países integrantes do processo de harmonização contabilística.
Fonte: IASB (2009).

Adicionalmente, refira-se o compromisso assumido, em setembro de 2002, entre o IASB e o estadunidense Financial Accounting Standards Board (FASB), de convergência entre as normas de relato financeiro emitidas pelos dois organismos,

⁹ O sítio do IASB divulga um número já superior a 120 países que obrigam ou permitem o uso das IFRS ou têm as suas normas nacionais em processo de convergência com as normas do IASB.

através de um memorando de entendimento (*Memorandum of Understanding*) assinado em Norwalk, Connecticut (FASB, 2002).

Mais recentemente, a adoção em Portugal, a partir de 1 de Janeiro de 2010, de novos normativos contabilísticos, francamente influenciado pelas normas do IASB, integra o quadro de significativa mudança de referencial contabilístico que se vive em Portugal.

Em Portugal, e embora as práticas contabilísticas internacionais já se encontrassem inseridas no normativo nacional, em especial por via das Diretrizes Contabilísticas, o Regulamento n.º 1606/2002/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho, deu início ao processo de inclusão de Portugal na vaga da harmonização internacional.

A UE, que sempre acompanhou de perto a atividade do IASB, introduziu na Europa as Normas Internacionais de Contabilidade¹⁰ (NIC) do IASB e as Interpretações Técnicas¹¹ (IT) elaboradas pelo IFRIC através do Regulamento¹² n.º 1606/2002/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Junho de 2002.

O Regulamento n.º 1606/2002/CE veio de algum modo incentivar a que outras entidades, cuja obrigatoriedade de adoção das NIC não estava prevista, passassem a ser incluídas na vaga da harmonização contabilística por via da determinação oriunda de normativos internos. Posteriormente, o Regulamento n.º 1725/2003/CE, da Comissão, de 21 de Setembro, veio determinar as NIC do IASB a serem aplicadas em observância ao estipulado no Regulamento referido no parágrafo anterior, passando então a serem válidas as NIC vigentes à data de 14 de Setembro de 2002¹³.

Refira-se que a diferença fundamental entre as normas do IASB e as normas do IASB endossadas pela UE decorre, fundamentalmente, de diferenças resultantes de um lapso temporal entre o tempo de emissão de uma nova norma, interpretação ou alteração às

¹⁰ Por Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) deve-se entender as International Financial Reporting Standards (IFRS), emitidas pelo IASB, e as International Accounting Standards (IAS), emitidas pelo já extinto International Accounting Standards Committee (IASC) e posteriormente adotadas pelo IASB, organismo por sua vez oriundo da extinção do IASC.

¹¹ Por Interpretações Técnicas deve-se entender as interpretações emitidas pelo IASB denominadas International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC), propostas pelo organismo de mesmo nome, e as Standards Interpretations Committee (SIC), propostas pelo organismo homónimo já extinto e referendadas pelo atual IFRIC, criado em substituição do SIC.

¹² Os Regulamentos emanados pela União Europeia, através dos seus órgãos (Comissão, Parlamento Europeu ou Conselho) e publicados no Jornal Oficial das Comunidades, são de aplicação direta nos ordenamentos jurídicos internos dos diversos Estados-Membro (EM), não sendo necessário transposição para o direito interno português.

¹³ O referido Regulamento tem sido objeto de posteriores alterações, sendo a mais significativa a alteração imposta pelo Regulamento n.º 1126/2008/CE da Comissão, de 3 de Novembro, que incorpora num único diploma todas as NIC (29 IAS e 8 IFRS) e respetivas IT (10 IFRIC e 11 SIC) que se encontravam em vigor em 15 de Outubro de 2008, sendo a única exceção registada respeitante à IAS 39, da qual foram omitidas pequenas partes no processo de incorporação no Regulamento n.º 1126/2008/CE.

normas ou interpretações existentes, efetuadas pelo IASB, e a sua incorporação no seio da UE através do processo de *endorsement* promovido pela UE, e que resulta ao fim na emissão de um regulamento que autoriza a referida incorporação no conjunto das normas e interpretações do IASB aplicáveis no âmbito da UE.

No contexto nacional, o Decreto-Lei nº 35/2005, de 17 de Fevereiro, veio trazer alterações significativas ao POC, transpondo para o normativo nacional a Diretiva nº 2003/51/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de Junho¹⁴, que vem determinar a obrigatoriedade de adoção das normas do IASB já a partir do exercício de 2005 para as sociedades com valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado da UE e que elaboram contas consolidadas, conforme expresso no seu art. 11º. O referido Decreto-Lei vai ainda mais longe ao permitir a adoção dos mesmos normativos às demais sociedades que elaboram contas consolidadas, ou como tal integradas num grupo económico que o façam, desde que as mesmas sejam objeto de Certificação Legal das Contas (CLC), de acordo com o previsto no seu art. 12º. No seguimento, o mesmo artigo esclarece que tal opção, uma vez exercida, passa a irreversível, excetuando o caso das empresas incluídas no perímetro de consolidação que não adotem, de forma opcional, o referencial do IASB na elaboração de suas contas consolidadas. Posteriormente, o Regulamento nº 11/2005, de 3 de Novembro, da Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM), estipula ainda, complementarmente, que as entidades emitentes de valores mobiliários não obrigadas à apresentação de contas consolidadas devem, do mesmo modo, apresentar as suas contas em conformidade com as normas e interpretações do IASB, após 1 de Janeiro de 2007.

Ressalve-se ainda que o Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de Julho, responsável pela inserção do SNC no quadro normativo-contabilístico nacional, reforça o estipulado no diploma anteriormente referido relativamente aos requisitos de aplicação obrigatória e facultativa das normas do IASB, estipulando ainda, para as entidades que não exerçam a

¹⁴ A referida diretiva, denominada de “Diretiva da Modernização Contabilística”, altera as Diretivas nº 78/660/CEE, 83/349/CEE e 91/674/CEE, do Conselho, já atrás mencionadas, e que deram origem ao corpo principal do normativo contabilístico português, o POC. Inclui-se na mesma a revisão de várias matérias, tais como as relativas às contas anuais e consolidadas de certos tipos de sociedades, de bancos e outras instituições financeiras e empresas de seguros, como mais uma tentativa de harmonizar, pela via das Diretivas, a legislação contabilística comunitária e as NIC, em vigor desde 01 de Maio de 2002. Aquela Diretiva vem, portanto, enquadrar no interior de cada EM a estratégia já traçada no anterior Regulamento nº 1606/2002/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho, e já aqui mencionado, que impunha a adoção de certas NIC a determinados tipos de empresas.

opção prevista no mesmo Decreto-Lei, o carácter de aplicação obrigatória do SNC¹⁵. A **Figura 3** abaixo sintetiza o enquadramento das entidades abrangidas pelas normas do IASB.

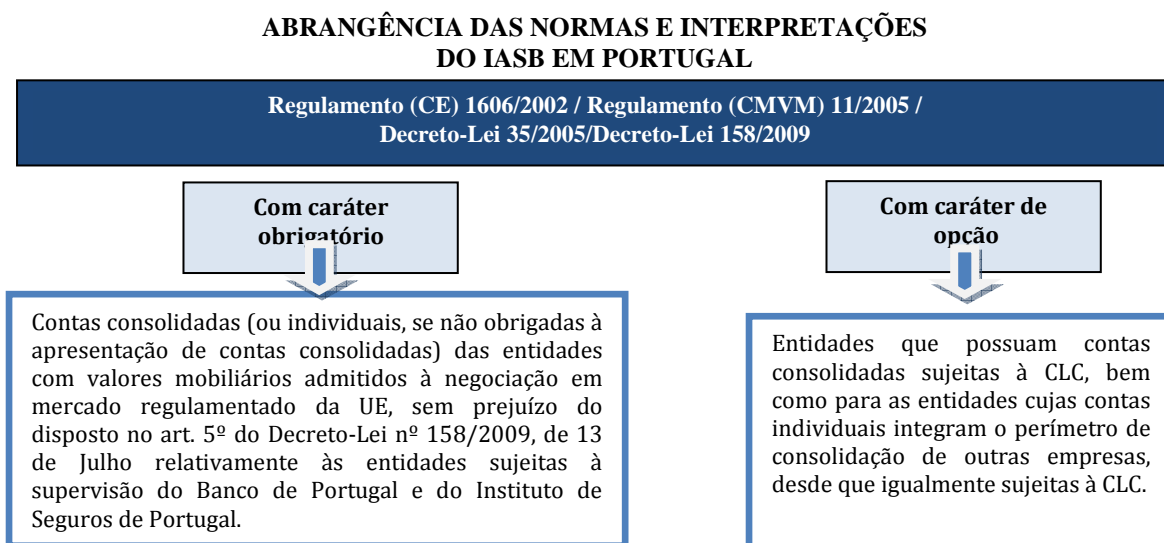


Figura 3: Abrangência das normas e interpretações do IASB em Portugal.
Fonte: Regulamento (CE) 1606/2002,
Regulamento (CMVM) 11/2005 e Decreto-Lei 35/2005/Decreto-Lei 158/2009.

Por outro lado, e sendo certo que o movimento de harmonização contabilística internacional foi iniciado em função das grandes empresas, com valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, na atualidade, os organismos envolvidos neste processo têm vindo a adaptar a exigência de informação contabilística às necessidades de relato específicas dos diferentes tipos de empresas, em função da sua dimensão. A esse propósito é de conveniente lembrança que também o IASB contempla, desde Julho de 2009, uma norma especialmente destinada às entidades com menores necessidades de relato (IFRS *for* SMEs). Atenta a essa realidade, a CNC contemplou, já no contexto da criação do Sistema de Normalização Contabilística (SNC) nacional, a inclusão de um conjunto de informação adaptada às denominadas “Pequenas Entidades”. Trata-se de um regime enquadrável no âmbito do SNC que atua com carácter de opção relativamente ao vulgarmente denominado “regime geral”, tendo por base critérios identificados no art. 9º do Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de Julho, com as alterações subsequentes emanadas da Lei nº 20/2010, de 23 de Agosto.

¹⁵ Ressalve-se ainda que, por distintas razões, determinadas entidades em Portugal encontram-se fora do âmbito de abrangência dos quadros normativos previstos pelo SNC e pela NCM, nomeadamente, as entidades para as quais os Planos Oficiais de Contabilidade de carácter específicos (planos de contabilidade setoriais), baseados no Plano Oficial de Contabilidade Pública que ainda não foram revogados, bem como as sociedades sujeitas à supervisão do Banco de Portugal e do Instituto de Seguros de Portugal.

Posteriormente, a CNC passou a contemplar, ainda, num sistema contabilístico autónomo, um quadro normativo específico para as entidades com necessidades de relato ainda mais reduzidas comparativamente com o instituído no SNC. Em causa, as denominadas microentidades, assim enquadradas consoante critérios definidos na Lei nº 35/2010, de 2 de Setembro. Tais entidades incluem-se, assim, no regime contabilístico de Normalização Contabilística para as Microentidades (NCM), cujo quadro jurídico apresenta-se regulamentado no mesmo Decreto-Lei responsável pela criação de um novo regime no âmbito do SNC, específico das denominadas Entidades do Setor Não Lucrativo (ESNL), o Decreto-Lei nº 36-A/2011, de 9 de Março. A **Figura 4** identifica o enquadramento das entidades abrangidas pelo SNC e pela NCM:

ABRANGÊNCIA DAS NORMAS E INTERPRETAÇÕES DA CNC

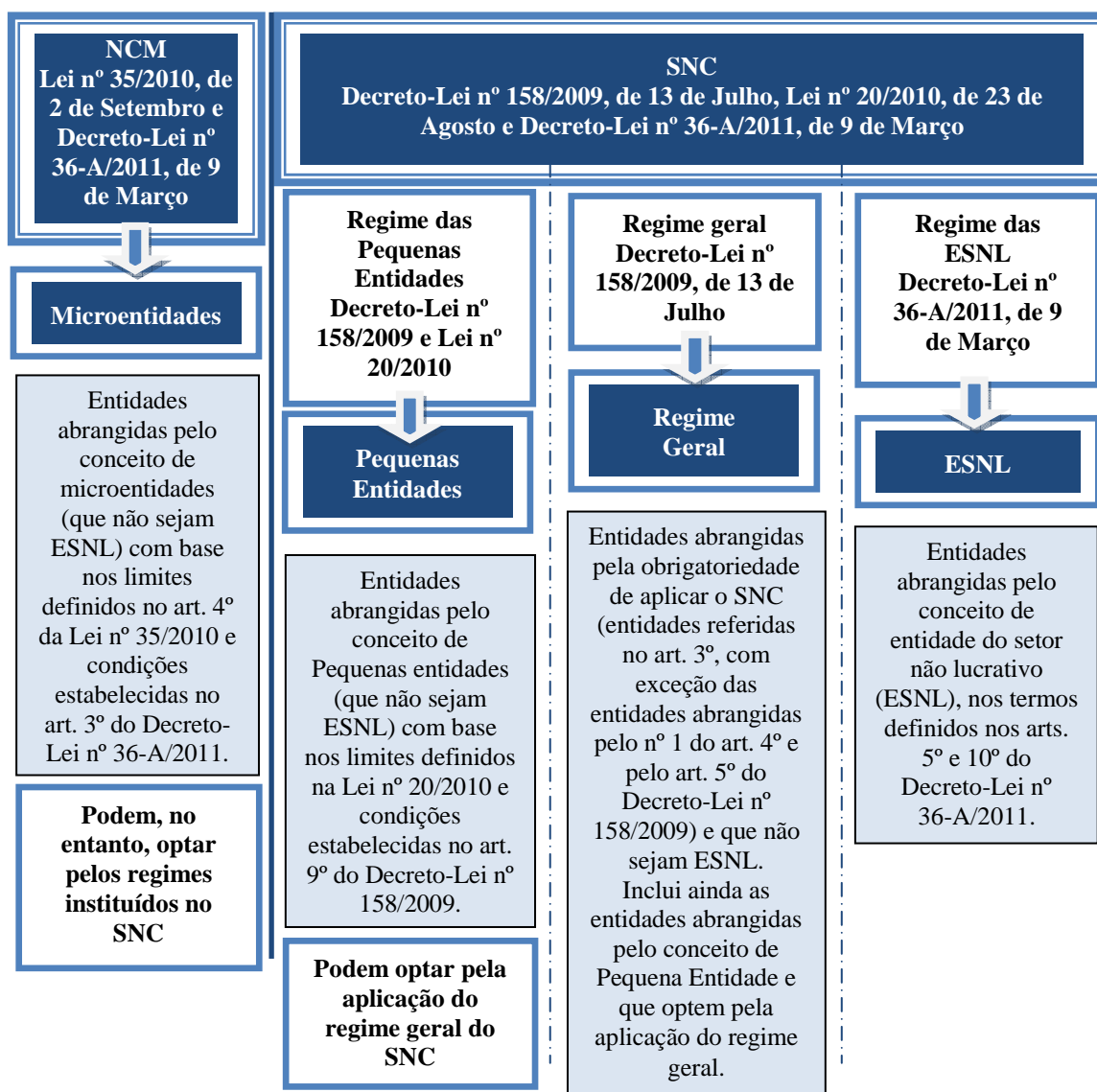


Figura 4: Entidades abrangidas pela NCM e pelo SNC.

Fonte: Decreto-Lei nº 158/2009, da Lei nº 20/2010, Lei nº 35/2010 e do Decreto-Lei nº 36-A/2011.

Nesse sentido, o tema em análise encontra ainda ligação com a recente mudança do normativo nacional, mais adaptado às normas do IASB, e que conjuga nesse contexto a existência de normativos destinados às entidades de menor dimensão (as Pequenas Entidades, no contexto do SNC, e as Microentidades, no contexto da NCM), estabelecendo, para o referido enquadramento, limites quantitativos baseados em elementos tais como o total do ativo, o total dos rendimentos líquidos e o número de trabalhadores empregados, em média, durante um determinado exercício¹⁶. Recentemente, a publicação da IFRS *for* SMEs por parte do IASB revela igualmente o interesse desse organismo na inclusão das entidades de menor dimensão no contexto da harmonização contabilística, em particular, as entidades não cotadas ou fora do conceito de “entidades de interesse público” na ótica do IASB.

De facto, de acordo com o IASB, os benefícios da harmonização internacional não devem estar limitadas às entidades com valores mobiliários admitidos à negociação, sendo extensível às entidades abrangidas pela aplicação da IFRS *for* SMEs. Algumas das referidas vantagens incluem questões relacionadas com o financiamento empresarial, conforme apresentadas nas linhas seguintes pelo IASB (2007):

- a) As instituições financeiras atuam e concedem empréstimos em escala transnacional. Os bancos dependem das demonstrações financeiras para a tomada de decisões relativas aos financiamentos concedidos. Além disso, a obtenção de dados financeiros são cruciais para o processo de atribuição de *rating*;
- b) Os fornecedores querem avaliar a saúde financeira de clientes sedeados em outros países;
- c) Muitas PME têm fornecedores no exterior e utilizam as demonstrações financeiras de um fornecedor para avaliar as perspetivas de um relacionamento comercial de longo prazo;
- d) As empresas de capital de risco podem fornecer financiamento às PME para além das suas fronteiras;
- e) Passa a ser mais fácil captar investidores localizados em diferentes países da sede da entidade, sendo capazes de analisar nas demonstrações financeiras dessa mesma entidade.

¹⁶ Na prática, os mesmos indicadores utilizados quer a nível nacional quer a nível comunitário para o enquadramento das PME, pese a existência de limites quantitativos distintos entre estes últimos e os previstos no contexto dos normativos contabilísticos nacionais.

De acordo com a IFRS Foundation (2010a), 73 países adotaram ou têm planos de vir a adotar a referida norma, incluindo-se aqui países tão diversos, e representativos de diversos continentes, de que são exemplos a Argentina, o Brasil, o Chile, o Peru, a Venezuela, a África do Sul, Turquia, Suíça, Reino Unido, Irlanda, Dinamarca, Estados Unidos, Canadá, Austrália, entre outros. De facto, de acordo com o mesmo organismo, o interesse da inclusão de tais entidades na senda da harmonização internacional é enorme, com grandes benefícios à comparabilidade da informação contabilística, tendo em conta, entre outros dados, o facto de que a referida norma pretende abarcar um número superior a 99% de entidades de todo o mundo, uma vez que 52 das maiores bolsas de valores mundiais reunidas possuem apenas cerca de 45.000 empresas listadas de todo o mundo (IFRS Foundation: 2010a).

A aplicação de normas de Contabilidade observadas internacionalmente resulta de um conjunto diverso de forças, de entre as quais se destacam, a pressão exercida pelos segmentos profissionais, as decisões políticas nacionais e internacionais e o envolvimento dos diversos sectores que atuam no mercado. Como principais vantagens do processo de harmonização internacional são referenciadas (CNC, 2003):

- A supressão de eventuais conflitos entre as diferentes normas nacionais, por força da adoção de novas posturas pela generalidade dos organismos envolvidos;
- A comparabilidade da informação financeira, uma vez que passam a ser idênticos os pressupostos sobre as quais a mesma é fundamentada;
- A eliminação dos custos de transposição dos demonstrativos nacionais, no caso de entidades que pretendam submeter os seus valores mobiliários à cotação noutros mercados, resultando, assim, para os países subscritores, em maior fator de atração do capital estrangeiro.

Sendo a Contabilidade um produto do meio onde se insere (Perera, 1989), diversos estudos têm-se debruçado sobre as causas que influenciam as práticas e os sistemas contabilísticos internacionais, enumerando, de entre outros, fatores de origens políticas, económicas, legais e culturais (Baydoun e Willett, 1995; Belkaoui, 1982; Doupnik e Salter, 1995; Gray, 1988; Nobes, 1983). Tais fatores foram frequentemente vistos como uma barreira à efetiva comparabilidade da informação financeira entre os países ou, dito de outro modo, como uma dificuldade à prossecução da harmonização contabilística internacional.

Tal argumento é corroborado pelo próprio IASB, organismo que está à frente do movimento de harmonização, e que já no prefácio da primeira *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*¹⁷ (EC IASB) salienta a existência de diferentes padrões internacionais motivados por uma diversidade de fatores, conforme se depreende na seguinte passagem (IASB, 1989):

[h]á diferenças que provavelmente têm sido causadas por uma variedade de circunstâncias sociais, económicas e legais e por diferentes países tendo em mente as necessidades dos diferentes utentes das demonstrações financeiras aquando do estabelecimento das necessidades nacionais.

De acordo com Baydoun e Willett (1995), um dos efeitos mais visíveis da influência da cultura sobre o julgamento profissional na esfera da Contabilidade é aquele que se reflete na ponderação entre as características qualitativas que assumem maior relevo em cada caso concreto. Também a anterior Estrutura Conceptual do IASB, de 1989 (EC IASB), ao não definir uma hierarquia entre as referidas características, delega ao julgamento profissional este papel, conforme se constata a partir da seguinte passagem (IASB, 1989),

Na prática, um balanceamento, ou uma ponderação, entre as características qualitativas é por vezes necessário. (...) A importância relativa das características em casos diferentes é uma questão de julgamento profissional.

Assim, e pese os benefícios enfatizados relativamente à harmonização internacional, diferentes forças estão por trás da definição dos sistemas contabilísticos internacionais (Nobes, 1983), de entre os quais, a cultura, o que leva, inclusive, a necessidade de distinguir, segundo Van der tas (1992), os conceitos de harmonização *de jure*, relacionado com a imposição de regras contabilísticas comuns, da harmonização *de facto*, relacionado com as práticas contabilísticas subjacentes à aplicação das referidas regras, que inclui questões que vão desde a preferência pelo exercício de determinadas opções contabilísticas até à interpretação das regras e a forma como são efetuadas as estimativas contabilísticas.

Um dos fatores mais significativos que estão na origem das diferenças identificadas é a cultura (Gray, 1998). Desde o modelo proposto por Gray (1988) a partir dos contributos

¹⁷ Traduzido para a língua portuguesa como “Estrutura Conceptual para a Preparação e Apresentação das Demonstrações Financeiras”. A referida *Framework*, como adiante será referido, encontra-se em processo de revisão conjunta com documentos de natureza similar emitidos pelo Financial Accounting Standards Board (FASB), organismo americano emissor de normas.

de Hofstede (1980), diversas contribuições na literatura surgiram na tentativa de alargar ou aprimorar o referido modelo conceptual de Hofstede-Gray, acrescentando novos fatores explicativos aos modelos anteriores que incluem o sistema legal, as forças de mercado, a estrutura do capital e da propriedade, fatores que, por sua vez, influenciam os sistemas contabilísticos e, conseqüentemente, as normas, as práticas e o relato financeiro (Chanchani e Willett, 2004; Eddie, 1990; Gray e Vint, 1995; Olimidt e Calu, 2007; Roberts e Salter, 1999; Salter e Niswander, 1995; Tsakumis, 2007; Zarzeski, 1996).

Os subsequentes desenvolvimentos do referencial teórico de Gray (1988) propostos por Baydoun e Willett (1995) reforçam, por seu turno a ligação dos valores culturais com a forma, conteúdo e características qualitativas da informação financeira, ou seja, enfatizando o conceito de relevância cultural da Contabilidade já referido pelo mesmo autor. Ressalte-se ainda que, além do referencial de Hofstede-Gray, outros modelos desenvolvidos no âmbito da cultura, como o modelo de Schwartz (1994a), e posteriores desenvolvimentos propostos pelos investigadores, têm sido largamente utilizados na explicação dos fenómenos sociais que afetam a Contabilidade.

No entanto, pese a continuidade da aplicação de tais modelos, em particular, o modelo de dimensões culturais de Hofstede (1980), no campo da Contabilidade como em distintas áreas, tais modelos baseados em índices têm sido duramente criticados, merecendo tais resultados a devida prudência (Baskerville, 2003).

1.1. A harmonização e os sistemas contabilísticos internacionais

Uma das principais vantagens da harmonização contabilística, habitualmente referenciada pela literatura, é o aumento da comparabilidade do relato financeiro, uma vez que promove uma significativa compatibilidade entre as práticas contabilísticas internacionais, limitando e estreitando, assim, o intervalo em que as diferenças conceptuais tendem a ser aceites. Eventuais conflitos tendem a ser eliminados, e novas posturas passam a ser incorporadas pela generalidade dos seus aderentes (Tarca, 2004).

De acordo com a CNC (2003), a normalização contabilística resulta de “um vasto conjunto de fatores que concorrem e “explicam” o tipo de normalização existente numa determinada situação concreta, no espaço e no tempo”. Alguns dos referidos fatores encontram-se identificados na **Figura 5**.

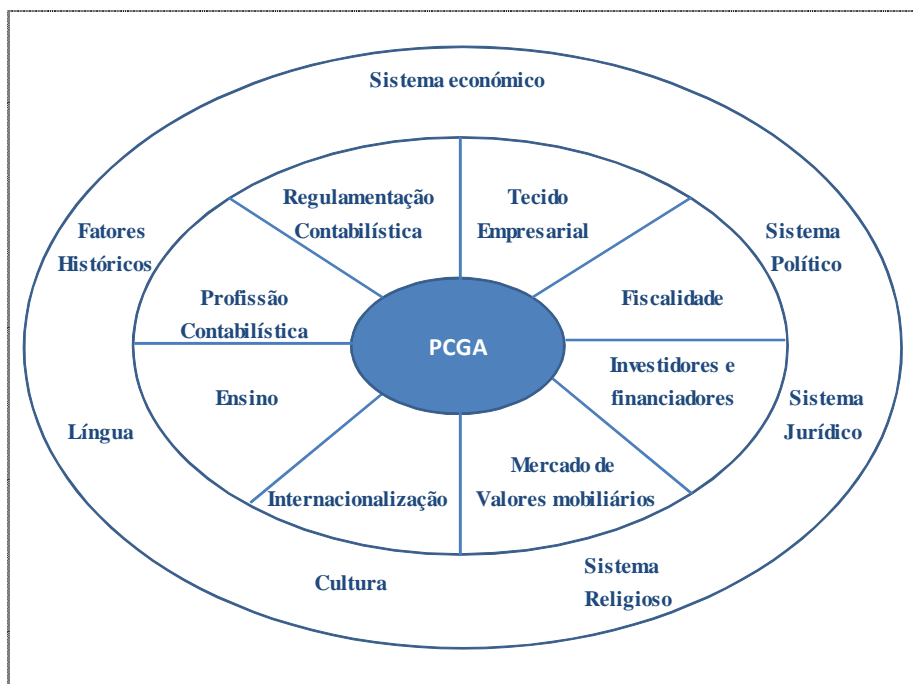


Figura 5: Fatores de influência na normalização contabilística.
Fonte: CNC (2003).

A identificação e a análise do impacto de tais fatores sobre a prática e os sistemas contabilísticos internacionais assumem especial importância no contexto da harmonização contabilística internacional atualmente em curso. Entre os problemas decorrentes da diversidade de sistemas contabilísticos incluem-se os custos mais elevados de preparação de demonstrações financeiras, bem como maiores dificuldades no acesso ao mercado de capitais externos, em virtude da menor comparabilidade das demonstrações (Beke, 2010). Assim, o processo de harmonização dos sistemas contabilísticos internacionais visa ultrapassar as referidas dificuldades através da implementação de práticas contabilísticas comuns entre os países, promovendo ainda a redução da assimetria de informação entre os gestores e os proprietários (*ibid*).

Ding (2001) refere que o desenvolvimento do mercado de capitais promove a necessidade de maior harmonização entre as entidades que atuam nesse contexto. Para o autor, os esforços comuns de harmonização realizados pelo International Organization of Securities Commissions (IOSCO) e pelo IASB confirmam essa tendência. Nesse sentido, o autor analisa, numa fase prévia à aprovação do Regulamento 1.606/2002 (CE) do Parlamento Europeu e do Conselho, a adaptação dos grandes grupos económicos europeus à prática anglo-saxónica, através do estudo de um dos aspetos contabilísticos, a apresentação das demonstrações financeiras, com base na análise à demonstração financeira de cem grandes grupos industriais e comerciais franceses durante um período

de dez anos. A hipótese geral definida pelo autor referia que mais entidades nacionais (francesas) adotavam práticas internacionais, nomeadamente anglo-saxónicas, na apresentação das suas demonstrações financeiras. A pesquisa confirmou a tendência referida pelo autor, nomeadamente, no que diz respeito à forma de apresentação do balanço, demonstração dos resultados e demonstração dos fluxos de caixa, assim como na divulgação voluntária da demonstração das alterações no capital próprio. O modelo desenvolvido no estudo, baseado no teste estatístico do qui-quadrado, permite, de acordo com o mesmo autor, que futuros estudos possam avaliar a tendência de internacionalização das entidades através das suas demonstrações financeiras, identificando as variáveis que mais contribuíram para essa tendência (*ibid*).

Street *et al.* (1999) investigaram, no mesmo sentido, o cumprimento de requisitos previstos nas IAS no relato financeiro de 49 entidades de 12 países que adotaram as normas internacionais de Contabilidade e identificaram que mais da metade das empresas incluídas na amostra do estudo cumprem com algumas exceções ou não cumprem com todos os requisitos previstos nas IAS (apenas 20 empresas cumpriam ilimitadamente os requisitos previstos nos normativos internacionais). Algumas empresas incrementavam ainda os seus relatórios com exigências de divulgação prescritas nos normativos nacionais. Os resultados levaram assim os seus autores à conclusão de que a harmonização da contabilidade não promove integralmente a comparabilidade do relato financeiro.

Em linha com Street *et al.* (1999), outros estudos têm investigado a dificuldade de comparabilidade das demonstrações financeiras por via da adoção de tratamentos alternativos previstos na IAS, chegando a conclusões identificadas (Archer *et al.*, 1996 e Garrido *et al.*, 2002). Estes e outros resultados conduziram Yoon (2007) a ressaltar que “a afirmação de que a adoção de normas internacionais promove a comparabilidade encontra-se ainda em debate”.

Ding *et al.* (2007) analisaram, por sua vez, os fatores determinantes e os efeitos da diferença entre as normas nacionais e as normas internacionais de contabilidade do IASB (IAS/IFRS), através de uma lista extensa de diferenças entre as normas nacionais e as IAS/IFRS para a criação de dois índices, o índice de ausência, isto é, quando não há enquadramento no contexto nacional para uma determinada matéria prevista em termos internacionais, e o índice de divergência, quando a matéria encontra-se prevista em termos nacionais, mas aponta para um tratamento distinto do previsto em termos

internacionais. Os referidos índices foram subsequentemente associados a fatores explicativos e analisados através do coeficiente de correlação de Pearson e de análises de regressão múltipla, nomeadamente, a regressão *stepwise*. O índice de ausência utilizado pelos autores avalia a extensão até a qual determinadas políticas contabilísticas estão presentes na IAS/IFRS, mas não se encontram cobertas pelas normas nacionais. O índice de divergência aplica-se às circunstâncias em que as normas sobre uma mesma questão diferem em termos de política contabilística aplicável. Através da informação recolhida a partir de uma amostra de 30 países, durante o ano de 2001, os autores demonstraram que a ausência é (principalmente) determinada pela importância do mercado de capitais e a concentração da propriedade, ao passo que a divergência encontra-se positivamente associada com o nível de desenvolvimento económico e a importância da profissão de contabilista, sendo, no entanto, limitada pela importância do mercado de capitais. A análise dos autores sugere que um nível elevado de ausência implica mais oportunidade para os efeitos do *earning management*, isto é, para a gestão ou manipulação de resultados, e para a redução de informação especificamente destinada aos investidores. O maior nível de divergências encontra-se, por sua vez, associado com a exigência de informação requerida pelas IAS/IFRS destinadas especificamente ao mercado de capitais.

Na ótica de Douppnik e Riccio (2006), um dos objetivos da harmonização internacional da contabilidade é a garantia da comparabilidade das demonstrações financeiras. No entanto, ressaltam que, sendo necessária, não é uma condição suficiente para o alcance do referido objetivo, uma vez que, e para que tal fosse possível, os preparadores dos diferentes países, objeto de estudo pelos autores, teriam de aplicar e interpretar, similantemente, as normas comuns aplicáveis a cada caso em concreto.

Também Veerle (2005) argumenta no mesmo sentido, apontando como vantagens da harmonização contabilística internacional a melhoria da qualidade do relato e das diferenças em torno dos tratamentos contabilísticos refletidos nas demonstrações financeiras, a redução dos custos de financiamento, promovendo assim a redução das diferenças contabilísticas internacionais existentes e a redução dos custos, em particular, decorrentes do processo de elaboração de contas consolidadas.

Amaral (2001) aponta algumas desvantagens inerentes à ausência de comparabilidade no relato financeiro publicado pelas entidades, particularmente no contexto das entidades que publicam as suas demonstrações financeiras em diferentes países. De

entre as referidas desvantagens, deve-se ter em conta os custos consideráveis de produzir a informação para diferentes fontes, a dificuldade, na ótica dos analistas internos e externos, em aferir o desempenho de tais entidades, designadamente na análise da entidade em termos consolidados, fatores que podem levar ainda à dificuldade na análise de atividades ou áreas de negócio desenvolvidas em outros países.

Van der tas (1992) ressalta, no entanto, que, quando se fala em harmonização dos sistemas contabilísticos, é necessário distinguir os conceitos de harmonização *de jure*, relacionado com a imposição de regras contabilísticas comuns, da harmonização *de facto*, relacionado com as práticas contabilísticas subjacentes à aplicação das referidas regras, que inclui questões que vão desde à preferência pelo exercício de determinadas opções contabilísticas até à interpretação das regras e a forma como são efetuadas as estimativas contabilísticas.

De acordo com Zeff (2007), no entanto, a “comparabilidade é um conceito de difícil compreensão no contexto de um país e, mais ainda, no âmbito mundial”. O autor identifica, nesse sentido, além de um conjunto de problemas que se colocam como dificuldades à convergência internacional, quatro tipos culturais que podem afetar a comparabilidade, nomeadamente, a cultura financeira e empresarial, a cultura contabilística, a cultura de auditoria e a cultura de regulação, definidas nos seguintes termos:

- **Cultura financeira e do negócio**, relacionada com a forma como os negócios são conduzidos no contexto de cada país;
- **Cultura contabilística**, relacionada, designadamente, com a forma como a fiscalidade afeta as práticas contabilísticas, resultando por vezes na adoção de políticas contabilísticas mais conservadoras;
- **Cultura de auditoria**, relacionada com a força ou os impactos dos trabalhos de auditoria e a sua influência na elaboração das demonstrações financeiras;
- **Cultura da regulamentação**, relacionada com a maior ou menor força sancionatória na aplicação das normas de contabilidade e/ou com a capacidade exercício de julgamento profissional livre.

Fatores ambientais, onde se incluem os sistemas legais, as fontes de financiamento externo, os sistemas de tributação, a representatividade dos profissionais pelos órgãos competentes, o histórico da inflação, eventos económicos e políticos, entre outros, têm

sido usados para explicar as diferenças internacionais da Contabilidade e a identificação dos sistemas contabilísticos internacionais (Nobes e Parker, 2004). De acordo com Gray (1988), tais estudos têm contribuído, por um lado, para a percepção de que existem diferentes padrões de Contabilidade e que tais padrões derivam da influência de fatores ambientais e, por outro, para a análise dos impactos de tais diferenças no contexto da harmonização contabilística internacional.

Na ótica de Gray (1988), o trabalho de Mueller (1967)¹⁸ representa um importante ponto de partida para os estudos relativos à classificação dos sistemas contabilísticos internacionais, abordagem que ganhou posteriormente maior impulso e relevância a partir dos desenvolvimentos propostos por Nobes (1983). Mueller (1967) identificou quatro padrões ou abordagens distintos para a Contabilidade no âmbito dos países ocidentais orientados para a economia de mercado, nomeadamente (Gray: 1988):

- O padrão macroeconómico, em que a Contabilidade relaciona-se estreitamente com as políticas económicas nacionais;
- O padrão microeconómico, onde a Contabilidade é identificada como um ramo da atividade empresarial;
- A abordagem de disciplina independente, onde a contabilidade é vista como uma função que deriva da prática empresarial;
- A abordagem de contabilidade uniformizada, onde a contabilidade é entendida como uma eficiente meio de administração e controlo.

A referida classificação identifica, assim, padrões ou abordagens distintas para a classificação dos sistemas contabilísticos: a primeira com base nos sistemas económicos (países com sistemas microeconómicos ou macroeconómicos) e a segunda com base no contributo da Contabilidade para a sociedade (disciplina derivada da prática de negócios ou como um meio eficiente de administração e controlo). No entanto o estudo de Mueller (1967) não classifica diretamente os sistemas contabilísticos a partir das práticas contabilísticas, mas apenas indiretamente, com base nas diferenças económicas e governamentais (Nobes, 1992).

Assim, no contexto da classificação dos países em torno dos sistemas contabilísticos internacionais destaca-se o posterior contributo de Nobes (1983, 1998) que adaptou e alargou a análise iniciada por Mueller (1967). O trabalho de Nobes (1983) teve como objetivo classificar catorze países desenvolvidos (Holanda, Austrália, Nova Zelândia,

¹⁸ Mueller, G. G. (1967). *International Accounting*: Macmillan: 1967.

Reino Unido, Irlanda, Canadá, EUA, Itália, França, Bélgica, Espanha, Alemanha, Japão e Suécia) com base nas práticas contábilísticas das empresas cotadas, utilizando para o efeito um sistema de classificação hierárquico. A hipotética classificação de Nobes (1983) partiu, em um primeiro nível, numa distinção entre os sistemas contábilísticos em duas classes: a primeira relativa aos sistemas maioritariamente baseados em julgamentos e mais francamente influenciados pelas forças do mercado e, na segunda, os sistemas mais francamente influenciados pelas leis e regulamentos, incluindo os efeitos da fiscalidade. Posteriormente, e para a primeira classe, foi efetuada uma desagregação (subclasses) em torno dos sistemas contábilísticos de economia empresarial (com maior liberdade de julgamento), onde se inclui a Holanda, e os sistemas de prática empresarial (com menor liberdade de julgamento), sendo este último posteriormente subdividido (famílias) em termos dos sistemas influenciados pelo Reino Unido (sistemas de regulação por via dos organismos profissionais), onde se encontram a Austrália, o Reino Unido, a Nova Zelândia e a Irlanda, ou pelo sistema dos EUA (sistemas de regulação por via dos órgãos de supervisão do mercado de valores mobiliários, nomeadamente, a SEC), onde se inclui, além dos EUA, o Canadá. Para a segunda classe, por sua vez, foi efetuada uma distinção, apenas ao nível das famílias, entre os países cujas práticas contábilísticas baseiam-se em códigos ou regulamentos internacionais (Itália), em planos oficiais (França, Bélgica e Espanha), leis e regulamentos internos (Alemanha e Japão) ou por influências de ordem económica (Suécia).

Douppnik e Salter (1993) testaram o modelo de Nobes (1983) a partir de dez variáveis que afetam as práticas contábilísticas, identificadas da seguinte forma: quatro variáveis culturais baseadas na classificação de Hofstede (1980), nomeadamente, o individualismo, a distância do poder, a aversão ao risco e a masculinidade; e seis variáveis institucionais, onde se incluem o sistema legal, o mercado de capitais, a fiscalidade, os efeitos da inflação e dos sistemas de educação e o nível de desenvolvimento económico. O estudo de Douppnik e Salter (1993) fornece suporte à classificação dos sistemas contábilísticos proposta por Nobes (1983), ainda que Nobes (1998) tenha contestado a validade de algumas variáveis e considerado que outras eram redundantes.

De acordo com Nobes (1998) os sistemas financeiros e a herança colonial são os principais influenciadores dos sistemas contábilísticos, ao passo que outros fatores, tais como o sistema jurídico e a influência tributária, estão relacionados com os primeiros e

são influenciados por estes. Nesse sentido, o autor distingue dois tipos de sistemas financeiros, os sistemas baseados no financiamento através do mercado de capitais e os sistemas baseados no sistema bancário. Nos sistemas baseados no mercado de capitais existe uma maior procura por divulgações públicas, uma vez que a maior parte dos acionistas não têm envolvimento nas decisões de gestão, nem acesso privilegiado à informação financeira. Por contraste, os países com sistemas financeiros baseados no sistema bancário estão mais relacionados com a proteção dos credores e com a obtenção de resultados mais prudentes. Os seus financiadores não necessitam de divulgações públicas, uma vez que têm acesso privilegiado à informação financeira. Desta forma, a diferença de objetivos conduz a práticas contabilísticas diferentes (Nobes, 1998). Com base nos dois sistemas financeiros, Nobes (1998) distingue dois sistemas contabilísticos, o primeiro correspondente aos chamados países do eixo anglo-saxónico (Reino Unido, EUA, Irlanda) e outro correspondente aos países europeus continentais (França, Alemanha, Itália). Os países anglo-saxónicos caracterizam-se pelas práticas contabilísticas menos conservadoras, com menor influência da fiscalidade e um mercado de capitais muito desenvolvido, que representa a principal fonte de financiamento das empresas, onde os principais utilizadores da informação financeira são os investidores. Por outro lado, os países europeus continentais possuem uma contabilidade mais conservadora, práticas contabilísticas mais aderentes às regras fiscais e um sistema financeiro onde o capital é fornecido principalmente pelo sistema bancário, onde os principais utilizadores da informação financeira são os credores, a autoridade tributária e os investidores. Ressalve-se que, de acordo com a classificação proposta por Nobes (1998), as normas internacionais de Contabilidade do IASB e os princípios contabilísticos geralmente aceites do FASB têm origem anglo-saxónica. A herança colonial pode afetar as práticas contabilísticas de um país na medida em que os países mais pequenos, menos desenvolvidos, ou as ex-colónias são muitas vezes alvo de fortes influências externas tornando-se culturalmente dominados. Estes países usam normalmente o sistema contabilístico usado no país influenciador, mesmo que inadequado às suas necessidades (Nobes, 1998).

Alguns autores como Alexander e Archer (2000) e D'Arcy (2001) defendem que não existe um sistema contabilístico anglo-saxónico, no entanto, de acordo com Nobes (2003, 2004), o trabalho de Alexander e Archer (2000) encontra-se maioritariamente relacionado com os sistemas regulatórios e não com as práticas contabilísticas. Por sua vez, o trabalho de D'Arcy (2001) utiliza, por um lado, dados preparados com outro

objetivo que não o de classificação contabilística e, por outro, contém erros no processo de codificação dos dados.

A classificação dos países em termos dos sistemas contabilísticos internacionais continua a ser evidenciada na literatura, tal como a classificação proposta apresentada por Haller e Walton (2003)¹⁹ *apud* Carmo *et al.* (2011b) sintetizada no **Quadro 1**, que apresenta as características que distinguem os sistemas contabilísticos continental, onde Portugal se encontra enquadrado, e os sistemas contabilísticos anglo-saxónico.

	Sistema Continental:	Sistema anglo-saxónico:
Mercado de capitais	O capital é principalmente fornecido pelo setor bancário	O capital é principalmente fornecido pelo mercado de capitais
Cultura	Foco no Estado	Carácter Individualista
Sistema legal	Dominado por leis codificada (<i>code-law</i>). A legislação fornece regras contabilísticas detalhadas	Dominado por leis criadas por precedentes (<i>common-law</i>). As regras contabilísticas são emanadas por organismo emissor privado
Sistema fiscal	A Contabilidade e a Fiscalidade estão intimamente relacionadas	As regras tributárias não influenciam a prática contabilística
Utilizadores prioritários das demonstrações	Credores, autoridade tributária e investidores	Destacadamente investidores
Fundamentação teórica	O domínio da prudência e da fiscalidade, em detrimento do apoio à decisão	Domínio do <i>true and fair view</i> (imagem verdadeira e apropriada)
Evidenciação	Tendência à reduzida evidenciação	Tendência à elevada evidenciação
Âmbito da política contabilística	Considerável quantidade de opções de reconhecimento e mensuração	Reduzida quantidade de opções de reconhecimento e mensuração
Cálculo do lucro distribuível	Tendência para o conservadorismo e à limitação do lucro distribuível, bem como à criação de reservas ocultas	Sendo parte do processo de tomada de decisão, tendência para a apresentação verdadeira e apropriada e para a não-constituição de reservas ocultas e não limitação na distribuição do lucro
Base de tributação	Íntima relação entre a fiscalidade e a contabilidade	Reduzida influência da fiscalidade sobre a contabilidade
Exemplos de países	Bélgica, Alemanha, França, Grécia, Itália, Japão, Portugal e Suíça	Austrália, Reino Unido, Irlanda, Canadá, Nova Zelândia, Holanda, Singapura, Estados Unidos

Quadro 1: Características dos sistemas continentais e anglo-saxónicos.

Fonte: Haller e Walton (2003) *apud* Carmo *et al.* (2011b).

Recentemente, com o objetivo de verificar se continuam a existir dois grupos distintos de sistemas contabilísticos (anglo-saxónico e continental) entre os países que usam as IAS/IFRS, Nobes (2011) elaborou uma classificação baseada nas políticas contabilísticas de empresas cotadas de oito países que usam as IAS/IFRS. Neste estudo

¹⁹ Haller, A.; Walton, P. (2003). Country differences and Harmonization In: WALTON, Peter; HALLER, Axel; RAFFOURNIER, Bernard. *International Accounting*. 2 ed. Londres, Thomson Learning: 2003.

Nobes conclui que os países continuam a implementar diferentes práticas contabilísticas e continuam a formar os mesmos grupos propostos na sua classificação de 1998, o que sugere que mesmo após os esforços do IASB e da UE por uma harmonização contabilística, as práticas contabilísticas são resistentes à harmonização. Em causa, a distinção entre a harmonização *de jure* e a harmonização *de facto* já anteriormente referidas. Desta forma, conclui-se que as práticas contabilísticas são mais relevantes do que as normas contabilísticas, uma vez que países que usam as mesmas normas aplicam-nas de forma diferente. De acordo com Nobes (2011), as diferentes práticas contabilísticas têm evidência em questões mais difíceis de mensurar, tais como o reconhecimento de imparidades e a capitalização de custos na fase de desenvolvimento de um ativo.

De acordo com Beke (2010), como fatores que devem ser considerados no contexto da harmonização contabilística internacional é possível identificar distintas condicionantes, onde se incluem o nível de desenvolvimento económico, os sistemas legais, o sistema fiscal, a influência do mercado de capitais, assim como o nível de inflação, os métodos típicos de financiamento empresarial e, finalmente, os aspetos políticos e culturais. Assim, e de acordo com o mesmo autor, para o enquadramento dos países em torno da classificação dos sistemas contabilísticos internacionais são tidos em conta, de acordo com a revisão de literatura efetuada, os seguintes aspetos:

- A extensão até à qual os sistemas contabilísticos nacionais divergem uns dos outros;
- O padrão de desenvolvimento dos sistemas contabilísticos nacionais com respeito ao de outros países, bem como o seu potencial para a mudança;
- As razões pelas quais os sistemas contabilísticos nacionais exercem, ou não, uma influência dominante sobre outros sistemas, distintamente de outros.

Nesse sentido, outra classificação dos sistemas contabilísticos internacionais habitualmente utilizada pela literatura relaciona-se com os sistemas jurídicos ou legais. A referida classificação tem sido utilizada no desenvolvimento de estudos que procuram analisar a influência dos sistemas legais sobre as práticas contabilísticas, designadamente, a divulgação da informação financeira, incluindo-se ainda, em alguns casos, outras variáveis específicas dos países, como a cultura, no contexto das análises efetuadas (e.g. Beke, 2010; Carmo *et al.*, 2011b; Jaggi e Low, 2000).

Tais estudos tiveram um particular impulso após os resultados identificados por La

Porta *et al.* (1996) na análise das relações entre os sistemas legais e o financiamento empresarial²⁰, utilizando no entanto a referida classificação como fator explicativo de outros elementos de análise, como o estudo de Jaggi e Low (2000), relacionado com o grau de divulgação de empresas de distintos países. A inserção dos países no conjunto dos países de *code law* baseia-se, de acordo com Jaggi e Low (2000), na origem da legislação. A *common law*, em oposição à *code law*, tem origem sobretudo nas decisões dos juízes relativamente a casos específicos (o chamado direito de jurisprudência). Por vezes, na base da promulgação de novas leis estão, precisamente, decisões anteriores dos tribunais competentes. São exemplos típicos de países do tipo *common law* o Reino Unido e suas antigas colónias, nomeadamente, os Estados Unidos, Canadá, Austrália e Índia.

Designadamente, o estudo de Jaggi e Low (2000), assim como os estudos de Zarzeski (1996) e Hope (2003), baseiam-se no ponto de vista de que a divulgação da informação das empresas nos distintos países é uma função das forças ambientais, sendo a cultura um fator de análise relevante nesse contexto. Distintamente, no entanto, do estudo de Zarzeski (1996), os autores argumentam que “os valores culturais não apresentam um impacto direto sobre a divulgação. Em vez disso, o seu impacto encontra-se refletido através dos sistemas legais de um país.”

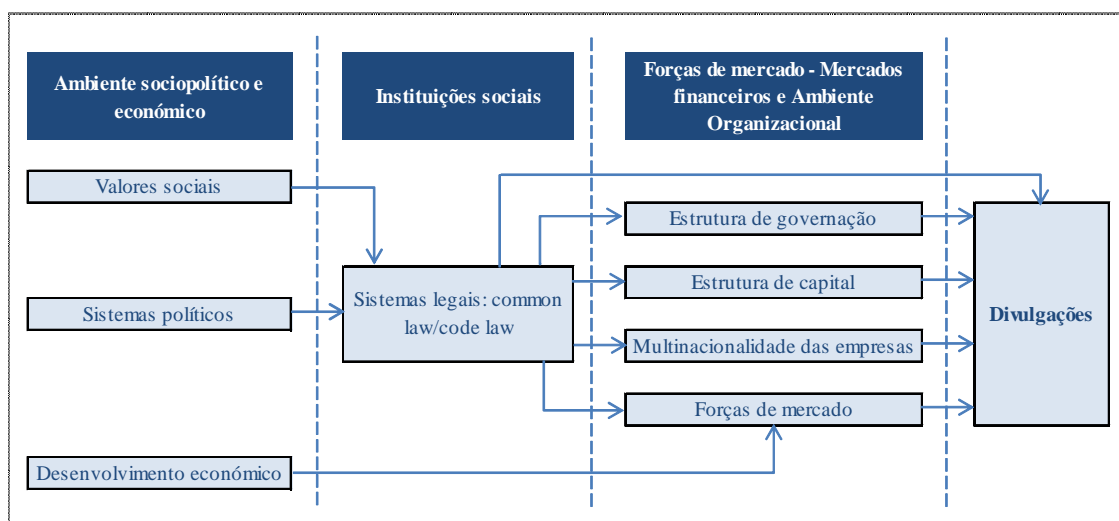


Figura 6: Modelo de divulgação da informação financeira.
Fonte: Jaggi e Low (2000).

²⁰ Mais detalhes sobre o estudo de La Porta *et al.* (1996), dada a sua intrínseca relação com o financiamento empresarial, serão apresentados no capítulo 3: “As PME e o Financiamento Empresarial”.

O modelo desenvolvido por Jaggi e Low (2000), identificado na **Figura 6** anterior, pressupõe a ligação entre a divulgação da informação e distintas variáveis, demonstrando que os fatores sociopolíticos e o ambiente económico de um país influenciam a divulgação de informação através da intervenção de tais variáveis.

Jaggi e Low (2000), a partir dos contributos inicialmente propostos por Zarzeski (1996), analisaram o grau de divulgação voluntária das normas internacionais no relato de entidades em diferentes países tendo em conta a influência dos sistemas legais classificados em termos de *common law* e *code law*, a partir de dados relativos ao ano de 1991. A amostra final do estudo foi, então, composta por 401 empresas sedeadas em 6 distintos países: Canadá, Reino Unido e Estados Unidos, no grupo dos países *common law*; e França, Alemanha e Japão no grupo dos países *code law*. As hipóteses desenvolvidas apresentavam como premissas, por um lado, que o nível de divulgação das empresas de países classificados como *common law* apresentava-se mais elevado do que o grau de divulgação identificado para os países classificados como *code law*, por outro, que a influência dos valores culturais sobre o relato financeiro (divulgação) das empresas será significativamente mais baixo em países classificados como *common law*, comparativamente com o grau de divulgação dos países classificados como *code law*. Como variáveis dependentes do modelo, foram incluídas, além dos índices das dimensões culturais de Hofstede (1980), a classificação dos países em torno do sistema jurídico e o índice relativo ao grau de divulgação da informação. As variáveis independentes do modelo, identificadas com o fator explicativo “forças do mercado”, dizem respeito à dimensão, ao endividamento, ao valor de mercado e, por fim, a multinacionalidade da empresa. Com base em um modelo de regressão, os resultados do estudo permitiram aos autores concluir que o primeiro grupo de países (*common law*) apresenta um maior grau de divulgação, comparativamente com os países classificados como do tipo *code law*. Relativamente aos valores culturais, os autores não identificaram a existência de uma associação significativa entre as dimensões culturais de Hofstede (1980) e aspetos relativos à divulgação nos países do tipo *common law*, ao passo que nos países do tipo *code law* apenas o individualismo apresentou um impacto significativo. Por outro lado, os resultados obtidos para as empresas internacionalizadas apresentaram-se similares aos resultados identificados para o total da amostra, sugerindo ainda que os valores culturais de empresas multinacionais dos países *common law* não têm impacto sobre a divulgação, sendo relevante a dimensão do individualismo apenas no contexto dos países *code law*.

Beke (2010) argumenta no mesmo sentido, referindo que os sistemas legais são habitualmente classificados em sistemas do tipo *code law* tendo em conta a existência de sistemas legais codificados, típicos dos países europeus (com exceção do Reino Unido), e do Japão; e sistemas do tipo *common law*, constituídos a partir de precedentes legais identificáveis, nomeadamente, a jurisprudência, típica de países de origem anglo-saxónica. Em países como França, Alemanha e Itália, por exemplo, as empresas são fundamentalmente financiadas pela banca, ao passo que no Reino Unido e nos Estados Unidos, são financiadas pelos acionistas. Em tais países, é comum a existência de um mercado de capitais mais fortalecido e difundido entre a população. Em países como a França e Alemanha, é habitual que a fiscalidade influencie as regras contabilísticas. Na Bélgica, Itália e Japão alguns preceitos chegam mesmo a ser coincidentes. Nos Estados Unidos e no Reino Unido as regras fiscais não exercem a mesma influência sobre a Contabilidade.

Carmo *et al.* (2011b), designadamente, analisaram a abertura para a aceitação das normas internacionais, objetivando verificar se o ambiente jurídico, com base na classificação do sistema jurídico dos países de origem (*common law* e *code law*), e tendo em conta ainda a entidade ou classe que representavam, influenciava a opinião dos respondentes. O estudo, inserido especificamente no contexto da adoção da norma para as Pequenas e Médias Empresas, a IFRS for SMEs, analisou as respostas obtidas pelo IASB no âmbito do *discussion paper* relativo à introdução da norma a partir das classificações anteriormente referidas. Os resultados obtidos com base no teste do Qui-Quadrado, no entanto, não permitiram identificar a existência de diferenças significativas entre os respondentes a partir da referida classificação.

Outros estudos têm inserido a classificação baseada nos sistemas legais dos países em análises relacionadas com a explicação de fenómenos não diretamente relacionados com as práticas contabilísticas, designadamente, em estudos relacionados com a estrutura de capital das empresas de distintos países (Chui *et al.*, 2002), retomando nesse sentido a linha de investigação inicialmente proposto por La Porta *et al.* (1996). Pese a inserção de tal classificação no contexto de tais estudos, importa ressaltar que tais estudos passaram a utilizar, prioritariamente, variáveis relacionadas com os valores culturais dos países, tendo por base os índices de valores culturais propostos, designadamente, nos modelos desenvolvidos por Hofstede (1980) e de Schwartz (1994a, 1999). Os referidos modelos encontram-se apresentados já no ponto seguinte deste documento.

1.2. A influência da cultura sobre os sistemas e as práticas internacionais

Compreender o impacto dos fatores ambientais sobre a prática e os sistemas contabilísticos é importante, em especial quando está em curso um processo de harmonização contabilística internacional em fase avançada (Doupnik e Salter, 1995).

Fatores ambientais, onde se incluem os sistemas legais, fontes de financiamento externo, sistemas de tributação, a representatividade dos profissionais pelos órgãos competentes, o histórico da inflação, eventos económicos e políticos, entre outros, têm sido usados para explicar as diferenças internacionais da Contabilidade (Nobes e Parker, 2004). Os estudos desenvolvidos nesse campo têm resultado, em alguns casos, no estabelecimento da classificação dos países em torno de sistemas contabilísticos internacionais a partir da análise de diferentes variáveis (Nobes, 1983).

Outro dos fatores ambientais apontado como origem de tais diferenças é a cultura (Gray, 1988). Na ótica de Belkaoui (1995) a cultura determina o processo de julgamento, através dos seus elementos, componentes e dimensões, afetando em última análise a tomada de decisão dos profissionais quando confrontados com um fenómeno específico na esfera da Contabilidade e/ou Auditoria. De acordo com Perera (1989), sendo um produto da atividade humana, a Contabilidade é constantemente afetada por julgamentos e decisões acerca dos conceitos e princípios contabilísticos aplicáveis. Sob este ponto de vista, a cultura torna-se num dos fatores ambientais mais decisivos sobre as práticas contabilísticas, em especial no que se refere às normas e valores partilhados pelos membros de uma mesma sociedade (Doupnik e Salter, 1995). Perera (1989), assim como Perera e Matthews (1990), sugerem que os valores contabilísticos apresentam uma influência significativa sobre as práticas contabilísticas.

Para Hofstede (1980), a cultura pode definir-se como “a programação coletiva da mente que distingue os membros de um grupo humano de outro grupo humano”. Cada grupo partilha as suas normas sociais, baseadas num conjunto de valores aceite pela maioria dos seus membros. Valores que são definidos pelo mesmo autor como “uma tendência maioritária pela preferência de certos estados de coisas sobre outros”.

A influência da cultura na explicação do comportamento dos sistemas sociais tem sido reconhecida há já algum tempo, contudo o seu impacto na Contabilidade como um sistema social é um campo de estudo relativamente recente.

Os desenvolvimentos propostos por Gray (1988), com base no modelo dos valores culturais de Hofstede (1980), deram um novo impulso nesse contexto, tendo por base o estabelecimento do conceito de valores contabilísticos, representativos de uma subcultura própria da Contabilidade. Quaisquer esclarecimentos adicionais sobre a forma como os valores locais podem infiltrar-se no tratamento contabilístico e a divulgação do seu impacto no relato financeiro final é uma importante garantia da comparabilidade do relato financeiro (Albuquerque *et al.* 2011).

Gray (1988) salientou a necessidade de sujeitar a referida classificação a testes empíricos confirmatórios, de modo a validar o relacionamento entre os valores sociais e os valores contabilísticos, por um lado, e a classificação dos países em termos de práticas contabilísticas, por outro.

Desde então, diversas réplicas deste modelo, quer na sua forma original quer na sua forma adaptada (Chanchani e Willett, 2004; Fechner e Kilgore, 1994; Perera, 1989; Salter e Niswander, 1995) têm sido aplicadas no sentido de aprofundar a investigação empírica neste campo de estudo. As suas conclusões têm vindo a ser amplamente discutidas, no sentido do desenvolvimento de um quadro conceptual que justifique as causas das diferenças encontradas nas práticas e nos sistemas contabilísticos internacionais.

De entre os investigadores que revisitaram o modelo de Gray (1988) encontram-se Baydoun e Willett (1995), cujo estudo enfatiza o conceito de relevância cultural da Contabilidade proposto por aquele autor a partir do seguinte entendimento:

Todos os valores contabilísticos de Gray (1988) encontram-se definidos em termos de preferências para determinados cursos de ação, e não em termos de aparentes atributos das demonstrações financeiras, tais como as características qualitativas descritas na Estrutura Conceptual proposta pelo FASB (FASB, 1980).

Na ótica dos referidos autores, a apresentação deste conceito no modelo de Gray (1988), não sendo esquecido, é deixado em segundo plano, na medida em que não se apresenta devidamente formalizado no seu estudo, senão em termos de práticas contabilísticas. Baydoun e Willett (1995) fazem notar que tais práticas encontram o seu reflexo na forma, conteúdo e, finalmente, nas características qualitativas subjacentes ao relato financeiro publicado.

Em síntese, a natureza de cada um dos valores contabilísticos do modelo de Gray (1988) determina a preferência profissional por certas abordagens ou formas de atuação, estas que, por seu turno, encontram no relato financeiro uma possível correspondência com as características qualitativas da informação previstas nas estruturas conceptuais.

Após o aparecimento do referencial teórico de Hofstede (1980), e pese a sua maior aplicação em estudos empíricos posteriores (Baskerville, 2003 e Kirkman *et al.*, 2006), os modelos dos valores motivacionais e das dimensões culturais desenvolvidos por Schwartz (1992, 1994a, 1994b, 1999) tem alcançado, mais recentemente, um relativo destaque na investigação relacionada com a influência da cultura sobre a Contabilidade.

1.2.1. O modelo de Hofstede (1980)

Para Hofstede (1980), as sociedades são influenciadas por diferentes fatores ambientais e tecnológicos e, conseqüentemente, desenvolvem diferentes valores sociais. Estes, por sua vez, afetam os processos institucionais, incluindo as necessidades de informação sobre tais processos.

Tal entendimento parece ser a base de apoio para a alegação de que cada cultura poderá desenvolver um sistema de contabilidade que sirva melhor às necessidades específicas de cada país, distintas de outros países e seus distintos valores sociais.

Através de mais de 116.000 questionários que incidiam sobre a atitude dos trabalhadores respondidos por mais de 88.000 funcionários das subsidiárias da *International Business Machines* (IBM) situadas em cerca de 79 países de 20 línguas diferentes, posteriormente reduzidos a 39 países²¹ (para os quais foi obtido um número mínimo de 50 respostas), entre 1967 e 1969 e, posteriormente, entre 1971 e 1973, Hofstede (1980), a partir da sua fundamentação teórica e análise estatística, conseguiu identificar quatro dimensões subjacentes à cultura em que cada país pudesse estar posicionado.

As dimensões culturais apresentados pelo autor encontram-se adiante identificadas (Hofstede, 1980):

1. Individualismo *versus* coletivismo, diz respeito ao relacionamento entre o indivíduo e o grupo e os seus valores coletivistas ou de lealdade;

²¹ Anos mais tarde, a base de dados foi ainda alargada a mais 10 países e três regiões, passando a incluir, nomeadamente, alguns países árabes e países do leste e oeste da África.

2. Grande *versus* pequena distância do poder, está relacionada com a desigualdade social, e inclui a ligação dos indivíduos com as autoridades;
3. Forte *versus* fraca aversão ao risco, diz respeito às várias formas de lidar com a incerteza ou situações desconhecidas;
4. Masculinidade *versus* feminilidade, relacionado com as implicações sociais oriundas da diferença de género entre os indivíduos em cada país.

Ressalve-se que, anos mais tarde, o estudo desenvolvido por Hofstede e Bond (1988) envolvendo a população da China, levou à inclusão de mais uma dimensão ao modelo inicial, nomeadamente, a orientação a longo-prazo *versus* orientação a curto prazo, nos seguintes termos:

5. Orientação a longo prazo *versus* orientação a curto prazo, refere-se a valores orientados para o futuro, como a persistência e a parcimónia, ao passo que a orientação a curto prazo refere-se ao passado e ao presente, como o respeito pelas tradições e o cumprimento das obrigações sociais.

Mais recentemente, foi acrescentada, em conjunto com Ger Jan Hofstede e Minkov, uma nova dimensão, relacionada com valores hedonísticos e denominada “indulgência *versus* restrição”, a partir da análise dos dados do World Values Survey, associada ao conflito entre a liberdade de condução de um modelo de vida que segue impulsos humanos básicos e naturais, em detrimento da necessidade de seguir normas e valores estritamente sociais (Hofstede *et al.*: 2010).

A estrutura de Hofstede (1980, 1988) determina medidas quantitativas para as dimensões culturais em que cada país se posiciona, o que tem contribuído para a sua ampla difusão na literatura sobre o tema. De acordo com Douppnik e Tsakumis (2004), o trabalho de Hofstede (1980) sobre a cultura representa a pesquisa mais extensa sobre as culturas nacionais conhecido até à data.

Segundo Hofstede (1980), Portugal enquadra-se no conjunto dos países latinos menos desenvolvidos, onde de igual modo constam países como a Colômbia, Equador, México, Venezuela, Costa Rica, Chile, Guatemala, Panamá, Peru, Salvador e Uruguai. Refira-se ainda que, anos mais tarde, o estudo de Hofstede foi replicado para 75 países e/ou regiões

O **Quadro 2**, apresentado na sequência, identifica o enquadramento de Portugal em torno dos agrupamentos propostos por Hofstede (1980).

ÁREAS CULTURAIS DE HOFSTEDE

Países latinos mais desenvolvidos	Países latinos menos desenvolvidos	Países asiáticos mais desenvolvidos
Bélgica França — Argentina Brasil Espanha — Itália	Colômbia Equador México Venezuela — Costa Rica Chile Guatemala Panamá Perú Portugal El Salvador Uruguai	Japão
		Países africanos
		África oriental África ocidental
Países asiáticos menos desenvolvidos	Oriente Médio	
Indonésia Paquistão Taiwan Tailândia — Índia Malásia Filipinas	Países Árabes Grécia Irão Turquia Jugoslávia	Países asiáticos colonizados
		Hong-Kong Singapura
Países germânicos	Países Anglos	Países nórdicos
Áustria Israel — Alemanha Suíça	Austrália Canadá Irlanda Nova Zelândia Reino Unido Estados Unidos África do Sul	Dinamarca Finlândia Holanda Noruega Suíça

**Quadro 2: Enquadramento de Portugal no conjunto dos países menos desenvolvidos.
Fonte: Hofstede (1980).**

1.2.2. O modelo de Hofstede-Gray

Gray (1988) partiu do modelo teórico de Hofstede (1980) para desenvolver um estudo que associa a cultura com a Contabilidade, no entendimento de que o impacto da cultura sobre esta direciona os seus valores. O autor dá origem, assim, neste campo da investigação empírica, à definição de subcultura da Contabilidade, identificando, no âmbito desta, quatro valores contabilísticos capazes de classificar um país em termos desse conjunto.

Os valores contabilísticos enunciados por Gray (1988) apresentam-se desenvolvidos nos pontos seguintes:

1. Profissionalismo *versus* controlo estatutário²²: diz respeito à preferência pelo exercício do julgamento livre e à manutenção da autorregulação profissional, em oposição ao cumprimento de requisitos e normativos legais em vigor e ao controlo estatutário;
2. Uniformidade *versus* flexibilidade: relaciona-se com a preferência pela aplicação de práticas contabilísticas uniformizadas entre as empresas e para o uso consistente de tais práticas ao longo do tempo, em oposição a uma maior flexibilidade, isto é, à atuação de acordo com as circunstâncias específicas de cada empresa;
3. Conservadorismo *versus* otimismo: refere-se à preferência por uma abordagem de mensuração prudente, de maneira a lidar com a incerteza dos eventos futuros, em oposição a uma visão mais otimista, relacionada com a assunção de riscos ou, ainda, na forma de uma abordagem menos cautelosa;
4. Secretismo *versus* transparência: diz respeito à preferência pela confidencialidade e à restrição da divulgação de informações sobre o negócio apenas para aqueles que estão intimamente envolvidos com a gestão e o financiamento empresarial, em oposição a uma abordagem de maior transparência, abertura e responsabilidade pública.

²² A tradução para a língua portuguesa do valor contabilístico *statutory control*, como referido no modelo original de Gray (1988), não é consensual. Os termos controlo estatutário e controlo legal são de igual modo apresentados como tradução deste conceito. Neste trabalho, optou-se pela utilização do primeiro, por transmitir melhor a ideia oposta ao profissionalismo. A palavra estatutário, de acordo com o Dicionário da Língua Portuguesa, significa “relativo a estatutos”; a palavra “estatuto”, por sua vez, significa, de entre outros, “(1) lei orgânica que rege um Estado, sociedade, corporação, etc.” e “(5) normas ou regulamentos de uma instituição”; para o conceito de “legal”, apenas encontramos as seguintes referências, para além de regionalismos sem ligação com este tema, “(1) conforme à lei; prescrito por lei” e “(2) justo”.

Gray (1988) amplia o modelo de Hofstede (1980) ao lançar a hipótese da existência de um subsistema de Contabilidade, representativo de um sistema de valores integrado no sistema de valores primários da sociedade. Os valores contabilísticos influenciam, de acordo com o mesmo autor (Gray, 1988), as práticas contabilísticas, incluindo a forma de relato e a divulgação da informação.

Os modelos baseados nas dimensões culturais propostas por Hofstede (1980) e subsequentemente desenvolvida por Gray (1988) no entorno mais específico da Contabilidade representa uma nova abordagem relativamente ao estudo das diferenças em torno das internacionais identificáveis nesse mesmo âmbito, que tinham por base a classificação dos sistemas contabilísticos internacionais que tem na origem, designadamente, os contributos apresentados por Nobes (1983).

Na ótica de Gray (1988), o profissionalismo relaciona-se com as questões relativas à regulação e ao controlo da profissão no contexto de um país, assim como a preferência, por uma abordagem *rules-based vs principles-based* de aplicação das normas.

A uniformidade como valor contabilístico relaciona-se com a comparabilidade e a consistência do relato financeiro no tempo e entre empresas (*ibid*).

O conservadorismo é referido como a prudência na mensuração de rendimentos e de ativos, sendo este, de acordo com Fah (2008), o valor contabilístico mais relevante definido por Gray (1988).

O secretismo, por sua vez, relaciona-se com a quantidade de informação divulgada, encontrando-se de certo modo relacionada com o conservadorismo na ótica do mesmo investigador na medida em que ambos implicam uma certa precaução no contexto do processo de elaboração do relato financeiro (Gray, 1988).

Assim, em termos de impactos mais diretos do modelo refira-se que os dois primeiros valores contabilísticos propostos por Gray (1988) – os valores do profissionalismo e uniformidade – encontram-se relacionados com a autoridade e a execução das práticas contabilísticas, ao passo que os seguintes – os valores do conservadorismo e secretismo – relacionam-se com os critérios relativos à mensuração e à informação divulgada. Radebaugh e Gray (1993) sintetizam este entendimento através da **Figura 7** apresentada na sequência.

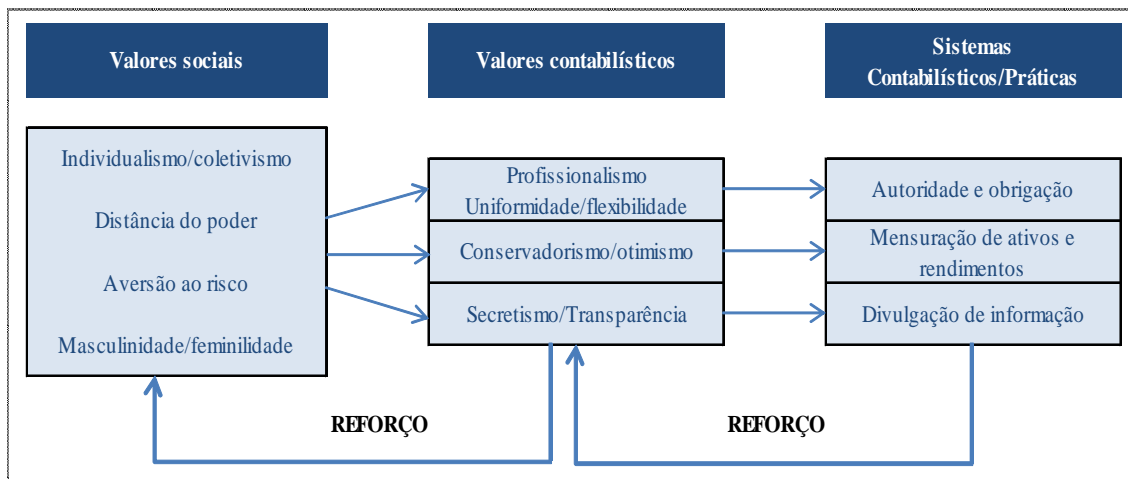


Figura 7: Os valores contábilísticos e as práticas contábilísticas.
Fonte: Radebaugh e Gray (1993).

A **Figura 8**, por sua vez, ilustra como o modelo utilizado por Gray (1988) relaciona, a partir dos contributos desenvolvidos por Hofstede (1980), o conceito de valores contábilísticos e os fatores que influenciam as diferenças internacionais entre os sistemas contábilísticos.

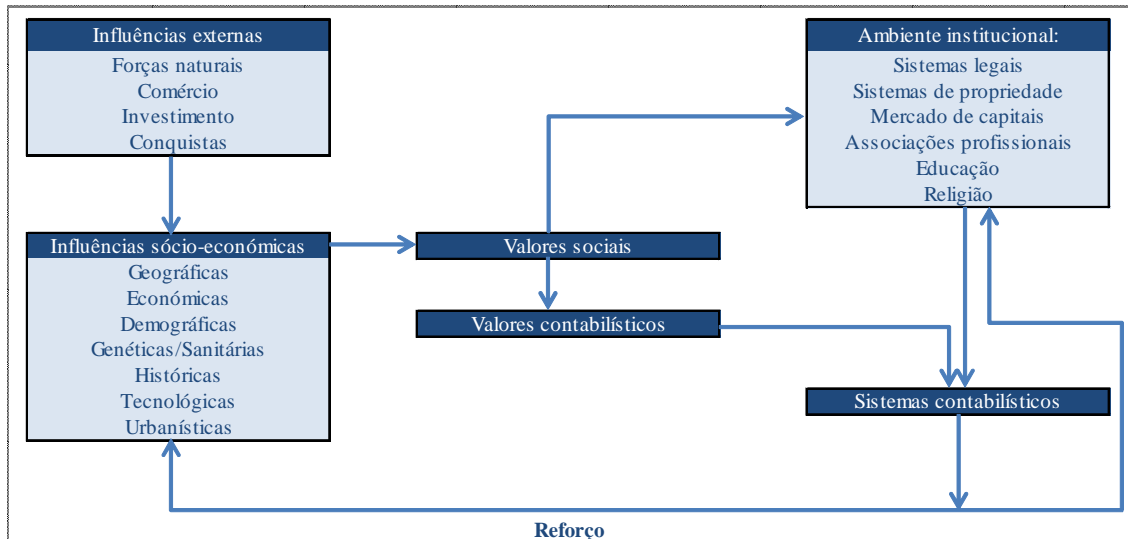


Figura 8: Do modelo de Hofstede (1980) ao modelo de Gray (1988).
Fonte: Radebaugh e Gray (1993).

O **Quadro 3** ilustra a ligação entre o modelo de dimensões culturais de Hofstede (1980) e os valores contábilísticos de Gray (1988), indicando a existência de hipóteses de relacionamento entre as variáveis culturais e as dimensões culturais propostas por aquele autor.

**RELACIONAMENTO ENTRE O MODELO DE HOFSTEDE (1980)
E O MODELO DE GRAY (1988)**

Dimensões culturais (Hofstede)	Valores contabilísticos (Gray (1988))			
	Profissionalismo	Uniformidade	Conservadorismo	Secretismo
Distância do poder	-	+	?	?
Aversão ao risco	-	+	+	+
Individualismo	+	-	-	-
Masculinidade	?	?	-	-

Nota dos autores, o símbolo "+" indica uma relação direta entre as variáveis relevantes; o símbolo "-" indica um relacionamento inverso. O ponto de interrogação indica uma natureza de relação indeterminada.

Quadro 3: Hipóteses de relacionamento do modelo de Gray (1988).

Fonte: Radebaugh e Gray (1993).

Em síntese, a depender dos diferentes níveis de forças externas que moldam os valores sociais, os diferentes níveis de desenvolvimento da Contabilidade refletem e reforçam tais valores. Estes, por sua vez, afetam a prática contabilística, na medida em que os fatores culturais influenciam diretamente os sistemas de informação contabilística a nível nacional (Doupnik e Tsakumis, 2004).

Com base nas variáveis do modelo de Hofstede (1980) e as suas próprias, Gray (1988) desenvolveu ainda as quatro hipóteses de relacionamento que se seguem:

H1: Quanto mais alta a posição que um país ocupa em termos de individualismo e mais baixa em termos de aversão ao risco e distância do poder, maior será a probabilidade de um posicionamento mais alto em termos de profissionalismo.

H2: Quanto mais alta a posição que um país ocupa em termos de aversão ao risco e distância do poder e mais baixa em termos de individualismo, maior será a probabilidade de um posicionamento mais alto em termos de uniformidade.

H3: Quanto mais alta a posição que um país ocupa em termos de aversão ao risco e mais baixa em termos de individualismo e masculinidade, maior será a probabilidade de um posicionamento mais alto em termos de conservadorismo.

H4: Quanto mais alta a posição que um país ocupa em termos de aversão ao risco e distância do poder e mais baixa em termos de individualismo e masculinidade, maior será a probabilidade de um posicionamento mais alto em termos de secretismo.

As referidas hipóteses de associação entre os valores culturais de Hofstede (1980) e os valores contabilísticos de Gray (1988) é comumente referenciado na literatura como o modelo de Hofstede-Gray (e.g. Baydoun e Willet, 1995; Chanchani e Willett, 2004; Tsakumis, 2007; Zarzeski, 1996).

O modelo de Gray (1988) apresenta uma nova abordagem sobre o relacionamento entre os sistemas contabilísticos e os valores sociais e as normas institucionais que lhes dão origem. O autor refere que os valores dos sistemas contabilísticos estão relacionados e derivam de um único valor social em cada país, e os valores culturais dentro de cada país podem levar a valores contabilísticos partilhados, o que, por sua vez, influencia a natureza do sistema contabilístico de cada nação (Doupnik e Tsakumis, 2004).

Com base neste preceito, o enquadramento de Portugal no conjunto dos países menos desenvolvidos implica, por sua vez, na ótica de Gray (1988), a sua definição, em termos de valores contabilísticos, como um país de elevados níveis de controlo estatutário, uniformidade (**Figura 9**), assim como elevados níveis de secretismo e conservadorismo (**Figura 10**).

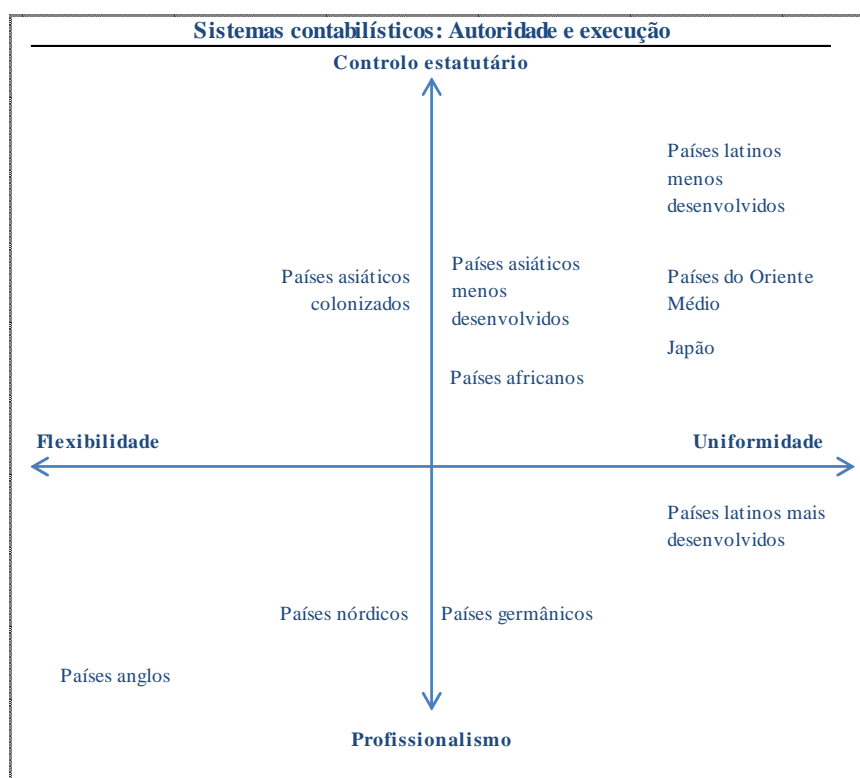
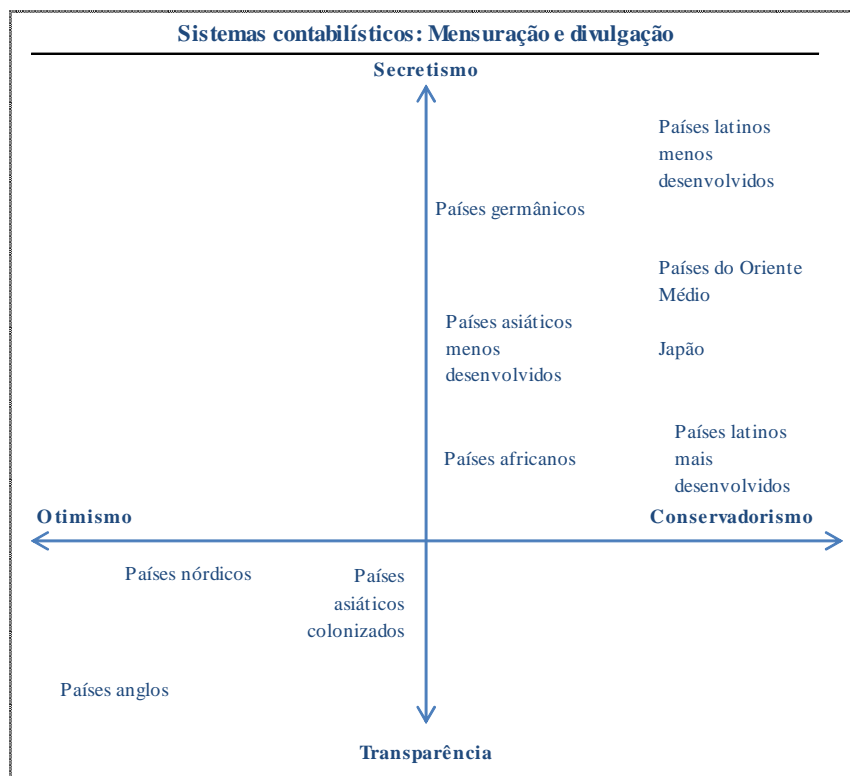


Figura 9: Posição de Portugal em termos dos valores contabilísticos (uniformidade e controlo estatutário).

Fonte: Gray (1988).



**Figura 10: Posição de Portugal em termos dos valores contabilísticos (conservadorismo e secretismo).
Fonte: Gray (1988).**

O desenvolvimento do modelo de Gray (1988) a partir de Hofstede (1980) propõe que os valores sociais da Contabilidade podem ser expressos em termos dos valores culturais expressos ao nível da subcultura da Contabilidade. Cumpre destacar ainda que o estudo original de Gray (1988) conta já mais de 20 anos. Deste modo, e não sendo a cultura um fator imutável no tempo (Olimidt e Calu, 2007), a classificação poderá não corresponder ao atual contexto de maior exposição dos países a diferentes culturas contabilísticas.

Gray (1988) salienta a necessidade de sujeitar a referida classificação a testes empíricos confirmatórios, de modo a validar o relacionamento entre os valores sociais e os valores contabilísticos, por um lado, e a classificação dos países em termos de práticas contabilísticas, por outro.

1.2.3. Desenvolvimentos teóricos posteriores

O desenvolvimento do trabalho de Hofstede (1980), a partir do modelo proposto por Gray (1988), baseia-se no seguinte entendimento:

[o]s sistemas de valores ou atitudes dos contabilistas podem estar relacionados e derivarem dos valores sociais, particularmente os valores sociais relacionados com o trabalho. Os valores contabilísticos, por sua vez, exercerão influência sobre os sistemas contabilísticos.

Nesse contexto, diversas contribuições na literatura surgiram na tentativa de alargar ou aprimorar o modelo conceptual de Hofstede-Gray, acrescentando novos fatores explicativos aos modelos anteriores que incluem o sistema legal, as forças de mercado, a estrutura do capital e da propriedade, fatores que, por sua vez, influenciam os sistemas contabilísticos e, conseqüentemente, as normas, as práticas e o relato financeiro (Chanchani e Willett, 2004; Eddie, 1990; Gray e Vint, 1995; Olimidt e Calu, 2007; Roberts e Salter, 1999; Salter e Niswander, 1995; Tsakumis, 2007; Zarzeski, 1996).

Novos estudos têm ainda utilizado o referencial proposto por Gray (1988) em distintas áreas, onde se incluem a tomada de decisão empresarial, a avaliação de empresas, julgamentos acerca da materialidade, divulgações voluntárias e obrigatórias (Rodriguez Jr., 2009).

Os subsequentes desenvolvimentos do referencial teórico de Gray (1988) propostos por Baydoun e Willett (1995) reforçam, por seu turno a ligação dos valores culturais da Contabilidade com a forma, o conteúdo e as características qualitativas da informação financeira subjacentes ao conceito de relevância cultural da Contabilidade.

Ressalte-se ainda que, além do referencial de Hofstede-Gray, outros modelos desenvolvidos no âmbito da cultura, como o modelo de Schwartz (1994a, 1999), e posteriores desenvolvimentos propostos pelos referidos investigadores, têm sido utilizados na explicação dos fenômenos sociais que afetam a Contabilidade.

1.2.3.1. O contributo de Baydoun e Willett (1995) e estudos posteriores

Baydoun e Willet (1995) partem, por sua vez, do modelo de Gray (1988) para conceber hipóteses de relacionamento mais diretas entre os valores contabilísticos propostos por Gray (1988) e as características qualitativas subjacentes ao relato financeiro. Para os autores, os fatores culturais refletem-se maioritariamente no relato financeiro divulgado aos utilizadores através das características qualitativas. Assim, torna-se “formalmente mais útil” relacionar “as características qualitativas das demonstrações financeiras com os valores culturais de Hofstede (1980) por intermédio dos valores culturais sugeridos

por Gray (1988)”, sendo possível, dessa forma, mais facilmente explicar algumas das mais importantes e evidentes características qualitativas refletidas no relato financeiro.

Com base no desenvolvimento do conceito de relevância cultural, os autores propuseram a ligação de três dos valores contabilísticos propostos por Gray (1988), nomeadamente, a uniformidade, o conservadorismo e o secretismo, com as práticas de mensuração e divulgação subjacentes às características qualitativas presentes no relato financeiro, à luz da EC FASB (1980), e com base num agrupamento inicialmente proposto por Mathews e Perera (1993)²³, tendo em conta que (*ibid*):

Agrupando as características qualitativas das demonstrações financeiras com base no modelo proposto por Mathews e Perera (1993) verifica-se que mais técnica e adequadamente os valores do conservadorismo, uniformidade e secretismo propostos por Gray (1988) podem mais satisfatoriamente acomodar essas características, na medida da sua pertinências às questões ligadas ao relato. Espera-se ainda as mesmas relações entre os valores culturais e os conceitos originais propostos por Hofstede (1980).

De acordo com Baydoun e Willett (1995), o trabalho de Gray (1988) não define claramente em que medida os atributos culturais dos grupos sociais – em detrimento dos atributos materiais da tecnologia da Contabilidade – representam os seus valores contabilísticos, e com que finalidade intervêm como variáveis explicativas situadas entre o modelo das dimensões culturais básicas de Hofstede (1980) e as características que se esperam encontrar nas práticas contabilísticas em estudo.

Assim, na ótica daqueles autores, o modelo de Hofstede-Gray encontrava-se bem construído em termos teóricos, sendo, porém, dificilmente demonstrável com base na melhor evidência de que se pode dispor na prática, as características qualitativas inscritas no relato financeiro publicado pelas entidades. Baydoun e Willett (1995) referem nesse sentido que:

Todos os valores contabilísticos do modelo de Gray (1988) encontram-se definidos em termos de preferências para determinados cursos de ação, e não em termos de aparentes atributos das demonstrações financeiras, tais como as características qualitativas descritas no projeto de Estrutura Conceptual proposto pelo FASB (FASB, 1980).

²³ Mathews, M. e Perera, M. (1993). Accounting theory and development. 2nd ed: Nelson.

Seguindo este raciocínio, os referidos autores sugeriram uma hipótese de relacionamento entre a prática e a divulgação contabilística, materializadas nas características qualitativas da informação financeira²⁴, tendo por base a teoria da relevância cultural da Contabilidade, pouco enfatizada nos estudos de Gray (1988), conforme ilustrado no **Quadro 4**.

Dimensões contabilísticas (Aspectos técnicos)	Características qualitativas relativas à divulgação	Exemplos de questões relacionadas (Forma e conteúdo do relato financeiro)
<div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <div style="width: 45%; text-align: center;"> <p>Uniformidade</p> </div> <div style="width: 45%; text-align: center;"> <p>Conservadorismo</p> </div> </div> <hr style="width: 100%;"/> <div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <div style="width: 45%; text-align: center;"> <p>Secretismo</p> </div> <div style="width: 45%;"></div> </div>	<p>Uniformidade do conteúdo e apresentação: Consistência Comparabilidade</p> <p>Qualidade da informação: Tempestividade Materialidade Objetividade Verificabilidade Fiabilidade Neutralidade Substância sobre a forma</p> <p>Quantidade da informação: <i>Accountability</i> Utilidade da decisão</p>	<p>Harmonização das contas Políticas contabilísticas</p> <p>Cumprimento da data de publicação Custo vs valores de mercado Contabilização de fluxos de caixa Mais baixo entre o custo e o mercado</p> <p>Extensão dos dados desagregados: Número de itens divulgados Desagregação dos itens Demonstrações suplementares</p>

Quadro 4: Os valores contabilísticos de Gray (1988) e o relato financeiro.
Fonte: Baydoun e Willett (1995).

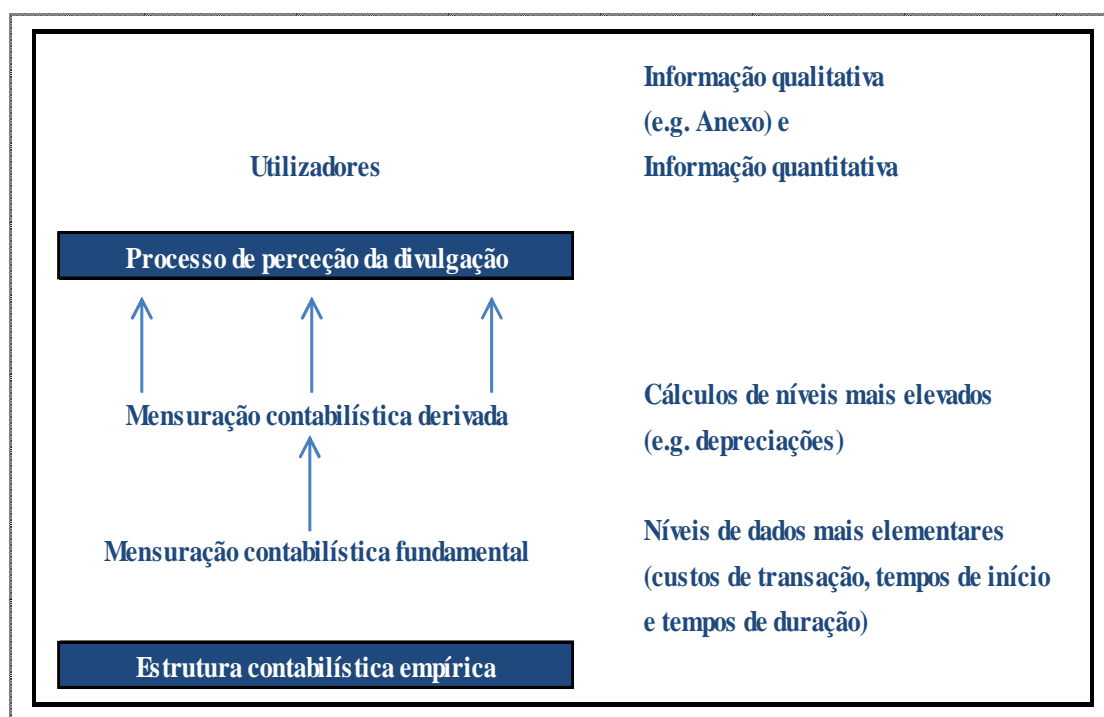
De acordo com Baydoun e Willett (1995), a uniformidade como uma característica técnica do relato financeiro engloba as qualidades da consistência e da comparabilidade, relacionando-se, no primeiro caso, com a questão da aparente uniformidade das políticas contabilísticas ao longo do tempo e, no segundo, com a uniformidade na apresentação de informação financeira entre diferentes entidades de relato. A preferência pela uniformidade trata-se, assim, de uma característica contrária ao valor contabilístico do profissionalismo, na medida em que este se relaciona com uma maior preferência pela flexibilidade na atuação profissional, quando analisada em detrimento do controlo estatutário.

O conservadorismo e o secretismo sobrepõem os seus efeitos às demais características qualitativas. O conservadorismo encontra mais pertinência nas questões relacionadas com a qualidade da informação divulgada, estando por isso associada a características físicas, tais como a objetividade, a verificabilidade, a fiabilidade, a neutralidade e a

²⁴ O modelo de Baydoun e Willett (1995) parece não encontrar relação direta entre o profissionalismo e a forma, conteúdo e as características qualitativas do relato.

substância sobre a forma. Os referidos conceitos determinam questões específicas sobre a forma e o conteúdo do relato financeiro, tais como a opção pelo custo histórico em detrimento do valor corrente ou a utilização de políticas baseadas no "custo ou mercado, dos dois o menor". O secretismo, por sua vez, encontra relação com as características ligadas à quantidade dos itens divulgados no relato financeiro, designadamente, a apresentação em formas agregadas ou desagregadas da informação. Relaciona-se, ainda, com a análise dos atributos da responsabilidade (*accountability*) e da utilidade da decisão (*decision usefulness*). Tais noções dizem respeito sobretudo às preocupações com os padrões de divulgação focadas quer no utilizador quer na natureza da entidade que relata, questões que, na ótica de Baydoun e Willett (1995), “não se encontram claramente abordadas no modelo original de Gray (1988)”. Assim, de acordo com Baydoun e Willett (1995), o conservadorismo e o secretismo encontram-se relacionados com a mensuração e divulgação da informação, respetivamente, sugerindo, no entanto, a existência de uma interligação entre esses dois aspetos do relato financeiro.

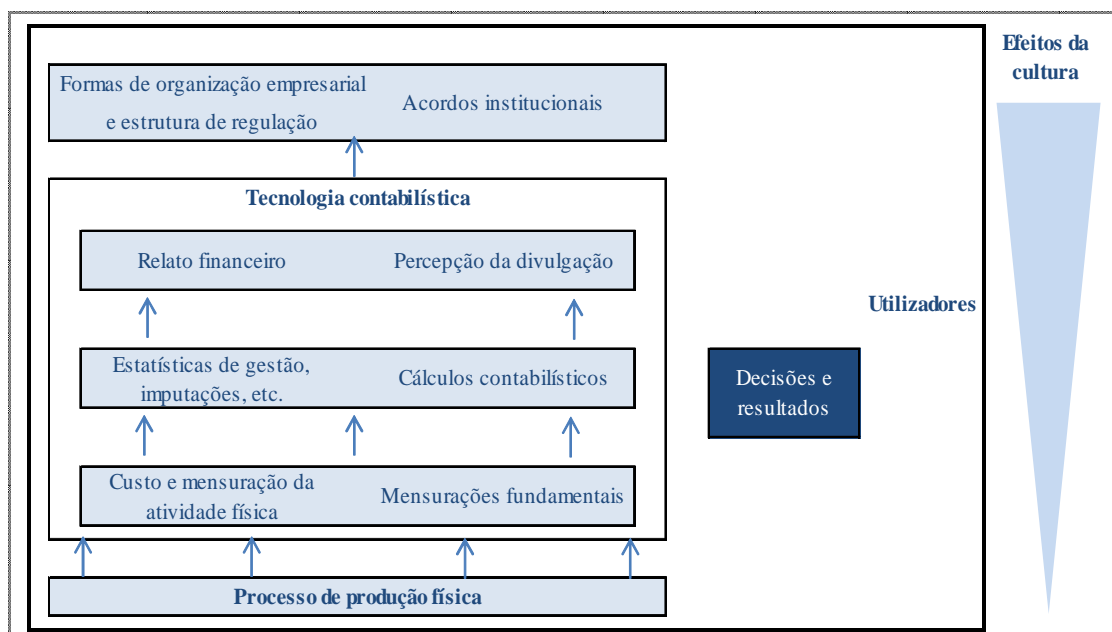
Os autores sugerem ainda a existência de uma hierarquização entre as questões contabilísticas relativas à mensuração, as mensurações fundamentais (ou primárias) e as mensurações derivadas daquelas, conforme ilustradas no **Quadro 5**.



Quadro 5: A mensuração e divulgação na ótica de Baydoun e Willett (1995).
Fonte: Baydoun e Willett (1995).

Gray (1988) é geralmente referenciado como pioneiro no desenvolvimento da ideia de que a cultura influencia a prática da Contabilidade (Tsakumis, 2007; Zarzeski, 1996). Contudo, Gray (1988) não operacionalizou as suas hipóteses nem as conduziu a testes empíricos de modo a obter apoio para a sua estrutura, deixando para outros pesquisadores na área da Contabilidade o mérito de provar a sua validade. Convém referir, no entanto, que, tal como Gray (1988), os autores não operacionalizaram as suas hipóteses neste estudo.

Sob o ponto de vista estrito da cultura, os valores contabilísticos de Gray (1988) convergem, como anteriormente referido, em práticas contabilísticas seguidas pelos profissionais. Estas últimas, por seu turno, materializam-se, na ótica de Baydoun e Willett (1995), em termos de opções relativas à forma, conteúdo e características qualitativas subjacentes ao relato financeiro. O **Quadro 6** apresenta a relação proposta pelos referidos autores.



Quadro 6: O ambiente da contabilidade na ótica de Willett et al. (1997).
Fonte: Willett et al. (1997).

Chanchani e Willett (2004) encontram-se entre os investigadores que conduziram um estudo empírico tendo por base as proposições de Baydoun e Willett (1995). Refira-se que, comparativamente com os modelos de Hofstede (1980) e Gray (1988), a releitura proposta por Baydoun e Willett (1995) ainda tem despertado pouca atenção dos investigadores, o que se comprova pelo reduzido número de estudos concebidos no

sentido da sua confirmação. Por tal facto, Douppnik e Tsakumis (2004) são levados a concluir que a investigação empírica neste campo prossegue inconclusiva.

Os autores introduzem o conceito de tecnologia de Contabilidade, como “o processo desenvolvido por uma sociedade no processo de mensuração, fazendo cálculos com base nessas mensurações e divulgação dos cálculos para os utilizadores”, conforme apresentado na imagem anterior.

Willett *et al.* (1997) testaram empiricamente o modelo proposto por Baydoun e Willett (1995), argumentando que “a cultura influencia diferentes contextos do ambiente contabilístico, influenciado fortemente alguns dos referidos contextos, influenciando menos outros contextos e, por fim, em quase nada outros”. De acordo com os autores, os aspetos mais físicos do processo são apresentados na parte inferior do modelo apresentado acima, enquanto os aspetos mais sociais, tais como as regras para a divulgação adequada, aparecem no topo. A implicação do triângulo no lado direito da imagem é representativa do facto de que a cultura tem um “efeito diferenciado sobre diferentes partes da tecnologia da Contabilidade, afetando as práticas de divulgação mais do que as práticas de mensuração”. Assim, de acordo com os mesmos autores (Willett *et al.* (1997)),

(...) as atitudes relativamente à divulgação da remuneração dos administradores são, provavelmente, muito mais facilmente influenciadas por valores culturais. Por definição, espera-se que a cultura afete mais claramente as partes do ambiente de Contabilidade que são essencialmente sociais, tais como as estruturas de gestão de empresas ou as capacidades, direitos e poderes de diferentes grupos de usuários para uso ou pedido de informações.

Chanchani e Willett (2004) realizaram um teste empírico ao modelo de Gray (1988) a partir dos desenvolvimentos propostos por Baydoun e Willett (1995). O estudo apresenta os resultados de um questionário encaminhado a um grupo de utilizadores (analistas financeiros e empregados da banca) e preparadores da informação financeira da Nova Zelândia e Índia entre os anos de 1995 e 1996²⁵. Trata-se do primeiro estudo conhecido que, direta e objetivamente, tencionava evidenciar os valores contabilísticos de Gray (1988) a partir da identificação de variáveis latentes desenvolvidas a partir de

²⁵ Tais questões serviram de base ao desenvolvimento de parte significativa da parte I do questionário utilizado no presente estudo. Este assunto será tratado em mais detalhes na parte III (Metodologia) desta investigação.

itens (questões) de um questionário, uma vez que os contributos anteriores de Eddie (1991) *apud* Chanchani e Willett (2004) e Gerhardy (1990)²⁶ apresentavam-se dependentes de elementos subjetivos de validação das hipóteses de Gray (1988).

O questionário apresentava-se constituído por dezasseis itens, por sua vez decompostos em quatro conjuntos de quatro questões, respondidas a partir de uma escala de *Likert* com sete opções de resposta. As questões desenvolvidas no referido questionário apresentam-se detalhadas no **Quadro 7**.

Questões:		Valor contabilístico:
1.	As demonstrações financeiras de todas as entidades devem seguir um formato padronizado.	Uniformidade
2.	O nível de detalhe da harmonização das demonstrações financeiras deve ser incrementado.	
3.	As políticas contabilísticas, uma vez selecionadas, não devem ser alteradas.	
4.	As regras de depreciação devem ser definidas externamente para distintos grupos de ativos.	
5.	As demonstrações financeiras devem estar disponíveis ao público em geral, e não apenas para os proprietários e gestores.	Secretismo
6.	As previsões da gestão não devem ser incluídas nas demonstrações financeiras.	
7.	Apenas uma quantidade mínima de dados pormenorizados deve ser incluído nas demonstrações financeiras.	
8.	Informações sobre a gestão e os proprietários não devem ser incluídas nas demonstrações financeiras.	
9.	Os contabilistas estão em melhores condições para realizar julgamentos acerca da informação a ser divulgada nas demonstrações financeiras.	Profissionalismo
10.	Os contabilistas estão em melhores condições para realizar estimativas acerca da posição financeira e do desempenho.	
11.	A profissão de contabilista deve ser autorregulamentada.	
12.	Os contabilistas devem manter elevados padrões de conduta ética.	
13.	Os valores de mercado devem geralmente ser usados, em vez de custos históricos.	Conservadorismo
14.	O valor de mercado é, em geral, menos relevante do que o custo histórico.	
15.	Em caso de dúvida, os rendimentos e os ativos devem ser mensurados pelo valor mais baixo disponível.	
16.	Em tempos de inflação, o critério LIFO deve ser utilizado, em detrimento do FIFO.	

Quadro 7: Questões utilizadas por Chanchani e Willett (2004).
Fonte: Chanchani e Willett (2004).

Cada conjunto de questões encontrava-se, por sua vez, relacionada com um dos valores contabilísticos propostos por Gray (1988), definidos como variáveis latentes do modelo. De acordo com Chanchani e Willett (2004), o questionário foi enviado, numa primeira

²⁶ Gerhardy, P. (1990). An evaluation of the role of culture in the development of accounting principles in West Germany. *Accounting and Finance Research Paper*. 90/2 Flinders University. South Australia.

fase, prévia à distribuição, ao Professor Gray (1988) para crítica e validação. Ressalvam ainda os mesmos autores que o questionário encontrava-se desenvolvido para abranger, além dos aspetos sociais, os aspetos relativos à mensuração e à divulgação no âmbito da Contabilidade, e, igualmente, os aspetos mais técnicos da área da Contabilidade, sendo que, nesse contexto, procurando dar mais ênfase às questões relativas à divulgação em detrimento das questões relativas à mensuração (Chanchani e Willett, 2004). Os dados foram submetidos a técnicas de análise multivariada, nomeadamente, análise de fiabilidade, análise fatorial e análise de *clusters*, e os resultados em geral suportam, embora não na totalidade, os valores contabilísticos propostos por Gray (1988). Os autores obtiveram um razoável suporte para as hipóteses de valor contabilístico de Gray (1988) relativamente à uniformidade, ao profissionalismo e ao secretismo. Houve menos apoio para o valor contabilístico do conservadorismo. No entanto, a análise fatorial e a análise por *clusters* sugeriram a existência de outros dois valores classificatórios que poderiam estar relacionados com o conservadorismo na ótica de Gray (1988), uma orientação progressista-tradicionalista, ligada às questões técnicas de mensuração e divulgação de informação; e uma orientação ética, voltada às questões relacionadas com a cautela, honestidade e lealdade. Os autores sugerem ainda a existência de uma relação entre os valores contabilísticos do conservadorismo e do secretismo, embora não confirmada na totalidade no estudo.

Em Portugal, o estudo desenvolvido por Albuquerque *et al.* (2011), a partir dos desenvolvimentos teóricos propostos por Baydoun e Willett (1995), que destaca a ligação entre os valores contabilísticos e as características qualitativas que se materializam no relato financeiro, representou o primeiro estudo relativo ao enquadramento de Portugal em termos de valores contabilísticos de Gray (1988). O estudo, realizado em 2009 e desenvolvido a partir de um questionário, abarcou uma amostra de 382 preparadores da informação portugueses, termo utilizado como referência aos Técnicos Oficiais de Contas (TOC) portugueses com inscrição ativa no organismo profissional regulador da profissão, nomeadamente, a Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas (OTOC). Os dados foram posteriormente submetidos a técnicas de análise multivariada, tendo-se identificado um apoio mais fortalecido no enquadramento de Portugal proposto por Gray (1988) para dois dos valores contabilísticos propostos por Gray (1988), nomeadamente, o controlo estatutário e a uniformidade, e um razoável apoio para o secretismo e o conservadorismo, sugerindo uma reclassificação do país ou

a redefinição de tais valores. Os autores sugerem igualmente, em linha com Chanchani e Willett (2004), a existência de uma relação entre os valores contabilísticos do conservadorismo e do secretismo.

Em outro estudo realizado em Portugal, associado no entanto à teoria da relevância cultural da Contabilidade proposta por Baydoun e Willet (1995), Albuquerque e Teixeira Quirós (2012) analisaram a existência de associação entre dois dos valores contabilísticos propostos por Gray (1988), nomeadamente, o conservadorismo e o secretismo, e as opções de financiamento empresarial na ótica dos preparadores portugueses da informação financeira. Os dados foram recolhidos a partir de um questionário conduzido a uma amostra de 431 TOC portugueses durante o ano de 2012, posteriormente submetidos a técnicas de análise multivariada, nomeadamente, a análise fatorial e a análise de fiabilidade. Com base nos resultados obtidos foi possível identificar o agrupamento de itens em torno de cada um dos valores contabilísticos de Gray (1988) analisados no estudo, nomeadamente, o conservadorismo e o secretismo, isolada ou associadamente, com questões associadas ao financiamento empresarial.

1.2.3.2. O contributo de Schwartz (1992) e estudos posteriores

O trabalho de Schwartz (1992), em seu modelo original ou em posteriores desenvolvimentos (Schwartz, 1994), tem sido utilizado mais recentemente como uma alternativa ao modelo de Hofstede (1980), quer no âmbito específico da Contabilidade (Fah, 2008), quer em outras áreas do conhecimento (e.g. Chui *et al.*, 2002; Rihab e Lofti, 2011). Entre as características que distinguem o trabalho de Schwartz (1992) de trabalhos anteriores encontra-se a ênfase no aspeto motivacional como explicação para a estrutura dos valores, assim como a característica da universalidade da estrutura e relações dinâmicas entre si e do conteúdo dos valores motivacionais (Gouveia *et al.*, 2001).

Os valores motivacionais de Schwartz (1992) foram definidos com base nas conclusões extraídas a partir de um questionário composto por 56 valores enquadrados como princípios orientadores da vida, sendo as respostas definidos através de numa escala de nove pontos e tendo como referência inicial os estudos desenvolvidos por Rokeach (1973) e Hofstede (1980).

Refira-se ainda que Rokeach (1973), previamente a Hofstede (1980), identificou 36 valores categorizadas e hierarquicamente organizados em dois grupos, nomeadamente, os valores terminais, referentes ao estado final da existência ou os desejos relativos à

vida (ou ao mundo) e os valores instrumentais (relativos ao modo de conduta ou ao comportamento), identificados no **Quadro 8**. Tais valores podem ser vistos como importantes componentes de um sistema de atitudes e crenças e principais determinantes do comportamento humano.

Valores terminais:	Valores instrumentais:
Uma vida confortável	Ambição
Uma vida excitante	Abertura de mente
Um sentimento de realização	Capacidade
Um mundo belo	Alegria
Igualdade	Clareza
Segurança da família	Indulgência
Liberdade	Utilidade
Felicidade	Honestidade
Harmonia interior	Capacidade imaginativa
O amor maduro	Independência
A segurança nacional	Intelectualidade
Prazer	Atitude lógica
Salvação	Amorosidade
Respeito próprio	Educação
Amizade verdadeira	Responsabilidade
Sabedoria	Autocontrolo

Quadro 8: Os valores terminais e instrumentais de Rokeach (1973).
Fonte: Adaptado a partir de Rokeach (1973).

Para Rokeach (1973), o sistema de valores é importante no contexto da tomada de decisão na medida em que muitas decisões na vida envolvem mais do que um único valor, emergindo deste efeito conflitos que podem ser analisados através da compreensão desse sistema de valores de forças motivacionais que conduzem o indivíduo através das suas crenças, atitudes e comportamentos (Perera *et al.*, 2012).

Uma das críticas apresentadas por Schwartz (1992, 1994b) ao modelo de Rokeach (1973) dizia respeito ao facto de que a distinção proposta por este pesquisador para a classificação de valores entre terminais e instrumentais não se encontrava bem definida ou era arbitrária, tendo o próprio autor reconhecido que as pessoas poderiam transitar de uma classificação para outra, e vice-versa, encontrando-se dependente da hierarquização de valores subjacente ao próprio indivíduo.

Tendo por base essa limitação identificada ao modelo de Rokeach (1973) e a partir da revisão de literatura em torno do tema efetuado por Schwartz (1992), o pesquisador realizou um estudo abarcando maioritariamente professores (uma média de 200 por

país) de mais de 20 países dos vários continentes, utilizando 13 línguas distintas e 8 religiões, bem como ateístas.

Os resultados obtidos por Schwartz (1992), a partir da análise de correlação de Pearson, permitiram identificar uma estrutura universal dos valores dos indivíduos, apresentados no **Quadro 9** e definidos nos termos ali expressos.

Valores motivacionais:	Definição:
Autodeterminação	Ação e pensamento independentes
Estimulação	Excitação, novidade e desafio na vida
Hedonismo	Prazer ou satisfação pessoal
Realização	O sucesso pessoal através da competência demonstrada de acordo com as normas sociais
Poder	Obtenção do estatuto social e controlo de prestígio ou domínio sobre as pessoas e recursos
Segurança	Segurança, harmonia e estabilidade da sociedade, das relações e de auto-conformidade
Conformidade	Restrição de ações, inclinações e impulsos que possam perturbar ou prejudicar os outros e violar as expectativas ou normas sociais
Tradição	Respeito, compromisso e aceitação dos costumes e ideias que a própria cultura ou religião imposta sobre o indivíduo
Benevolência	Preservação e valorização do bem-estar das pessoas com quem se está em contato pessoal frequente
Universalismo	Valorização, compreensão, tolerância e proteção para o bem universal e da natureza

**Quadro 9: Os valores motivacionais de Schwartz (1992).
Fonte: Adaptado a partir de Schwartz (1992).**

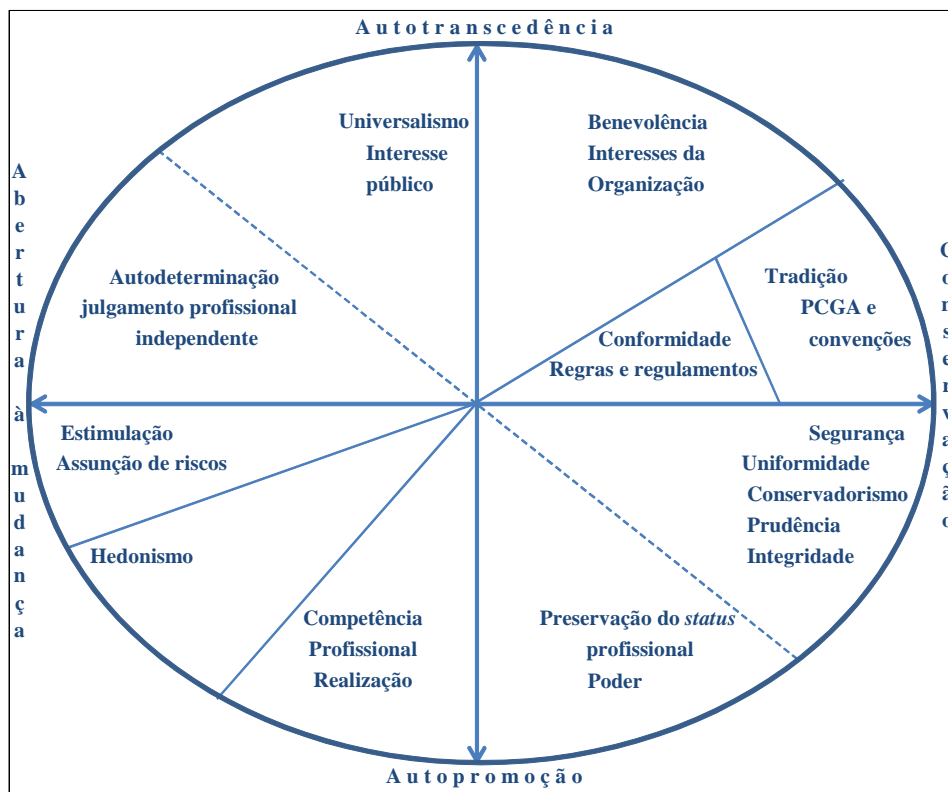
Os valores motivacionais apresentam-se em alguns casos correlacionados, na medida em que foram definidos como compatíveis ou “não geradores de conflitos”, na ótica de Schwartz (1992).

A estrutura representada em torno dos dez valores motivacionais relacionados de uma forma dinâmica e apresentados como uma característica bipolarizada que, segundo Schwartz (1994a) com relações harmónicas (isto é, valores que servem a uma mesma finalidade) e conflituosas (como valores que entram em choque) entre si, representadas na **Figura 11** a partir da identificação dos valores adjacentes e opostos, respetivamente, em torno de quatro agrupamentos.

De acordo com a referida estrutura, os valores individuais (autodeterminação, estimulação, hedonismo, competência e poder) entram em conflito com os valores

coletivos (benevolência, tradição e segurança). O universalismo e a benevolência são valores fronteiros entre os valores individuais e coletivos.

Por outro lado, a estrutura expressa ainda duas dimensões bipolares, nomeadamente, a abertura à mudança vs conservação e a autotranscendência vs o autoaperfeiçoamento, empiricamente testadas (Schwartz, 1994b).



**Figura 11: Agrupamento dos valores motivacionais de Schwartz (1994b).
Fonte: Adaptado a partir de Schwartz (1994b).**

Os dez valores motivacionais encontram-se, por sua vez, agrupados em torno de quatro categorias que expressam um mesmo sentido ou interesse, nomeadamente, a abertura à mudança (que engloba a autodeterminação, a estimulação, e o hedonismo), a autopromoção (que engloba o hedonismo, a realização e o poder), a conservação (que engloba os valores da segurança, conformidade e a tradição) e a autotranscendência (que engloba, por fim, a benevolência e o universalismo).

O desenvolvimento do trabalho de Schwartz (1999) levou à identificação de sete valores culturais, a partir do modelo original dos valores motivacionais apresentado em Schwartz (1992), nomeadamente, a harmonia, o igualitarismo, a autonomia intelectual, a autonomia afetiva, o domínio, a hierarquia e o conservadorismo.

De acordo com Fah (2008), “o trabalho de Schwartz no âmbito da cultura, mais especificamente baseado na teoria dos valores motivacionais universais do homem, é igualmente aplicável ao domínio da Contabilidade”, apresentando-se assim como as consequências sociais e psicológicas que determinam os valores contabilísticos que derivam dos valores humanos detidos individualmente pelos contabilistas. Os sete valores culturais encontram-se definidos com base no argumento teórico de que os valores prioritários de uma sociedade podem ser inferidos a partir da agregação dos valores prioritários dos indivíduos que são membros dessa sociedade, definidos em termos de três dimensões culturais bipolares, conforme identificados na **Figura 12**.

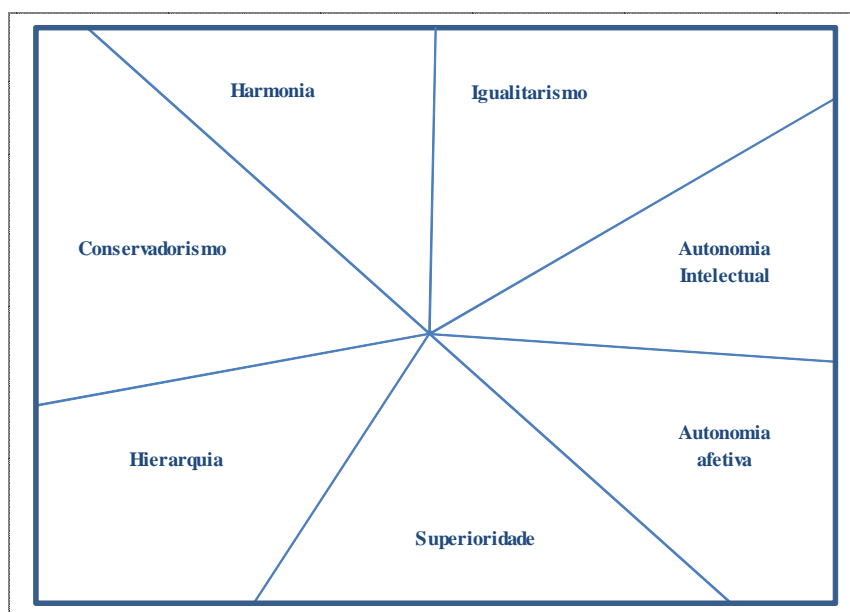


Figura 12: Os valores culturais de Schwartz (1999).
Fonte: Adaptado a partir de Schwartz (1999).

A primeira dimensão diz respeito à natureza da relação entre o indivíduo e o grupo, questão similar à descrição de Hofstede (1980) relativa à sociedade individualista vs. coletivista, o que dá origem à dimensão do conservadorismo vs. a autonomia intelectual ou afetiva (Fah, 2008). O conservadorismo representa a necessidade de manutenção do “*status quo* (...), a contenção das ações ou inclinações que possam perturbar a solidariedade do grupo” (Schwartz, 1999). A autonomia intelectual e afetiva no âmbito cultural descrevem se os indivíduos são reconhecidos pela sua singularidade e independência, no primeiro caso, à independência das ideias e do pensamento, ao passo que no segundo à liberdade de sentimentos e emoções.

A segunda questão relaciona-se com a garantia de um ambiente responsável que preserve o tecido social. Esta solução é expressa nas dimensões culturais relativas ao nível de hierarquia vs. igualitarismo. Os valores relativos à hierarquia vs. igualitarismo relacionam-se com esta dimensão, na medida em que a primeira enfatiza "a legitimidade de uma distribuição desigual de poder, funções e recursos, ao passo que o igualitarismo, por outro lado, visa "promover o bem-estar de terceiros" (Schwartz, 1999).

A terceira dimensão, por fim, tem a ver com a relação de humanidade com a natureza e o mundo social, respondendo por esse conflito os valores da superioridade vs. harmonia, refletindo o primeiro um valor que enfatiza uma cultura de autoafirmação, ao passo que a segunda uma integração social em harmonia com a natureza e o ambiente (Schwartz, 1999).

A teoria de valores desenvolvida por Schwartz (1992, 1994b, 1999) tem sido considerada metodologicamente mais fiável do que os estudos antecessores, dada a sua abrangência e as posteriores validações empíricas realizadas pelo referido investigador (Duarte, 2009).

Fah (2008) acrescenta ainda que é possível estabelecer uma ligação entre o modelo de Hofstede (1980) e o modelo de Schwartz (1992), na medida em que “as três dimensões culturais de Schwartz (1992) afetam a Contabilidade por influenciar a estrutura e o funcionamento das instituições relevantes da Contabilidade” (Fah, 2008). Assim, complementa o mesmo investigador, “na análise da influência da cultura sobre as práticas contabilísticas é importante e considerar a ligação entre o elemento humano e a tecnologia da Contabilidade” (*ibid*).

Em sua tese de doutoramento, Fah (2008) analisa o julgamento profissional subjacente à ponderação entre as características qualitativas a partir de um referencial teórico distinto, o modelo dos valores motivacionais proposto por Schwartz (1992). Assim, o referido investigador analisou as características qualitativas da relevância e fiabilidade à luz dos valores expressos no modelo de Schwartz (1992), com o objetivo de explorar a influência da cultura nas práticas contabilísticas, mediante a adaptação do modelo da estrutura universal dos valores motivacionais do Homem ao nível do indivíduo. O estudo partiu ainda do pressuposto desenvolvido por Douppnik e Tsakumis (2004), segundo o qual a estrutura universal dos valores motivacionais do Homem ao nível do indivíduo para o domínio da contabilidade promovia melhores bases de mensuração para o teste da relevância cultural da Contabilidade do que o modelo de Hofstede-Gray. Os valores motivacionais do modelo de Schwartz (1992), onde se incluem a salvaguarda

do interesse público, o interesse pela proteção organizacional, a conformidade com regras e convenções, a uniformidade, o conservadorismo, a prudência e a integridade, a preservação do *status* da profissão, a competência profissional, o hedonismo, a assunção de riscos e o julgamento profissional independente, enquadraram-se como variáveis independentes do estudo. Tais fatores foram confrontados com determinados conceitos no âmbito da Contabilidade, nomeadamente, os atributos dos ativos, a utilidade da decisão e as características qualitativas da relevância e da fiabilidade. Por fim, ambos os conjuntos de dados (valores motivacionais e contabilísticos) foram analisados com base em elementos culturais dos mais diversos tipos, tais como a idade, o género, a religião e etnia. As técnicas de análise incluíram testes paramétricos e, quando apropriado, testes não-paramétricos, bem como técnicas de análise multivariada. Os principais resultados identificados (análise de 244 respostas obtidas a partir de um questionário, com uma taxa de resposta de 8,8%) relativamente a cada uma das hipóteses desenvolvidas no estudo permitiram concluir a existência de uma diferença significativa entre os valores motivacionais dos contabilistas de diferentes subgrupos, dentro da subcultura da Contabilidade na Malásia, assim como entre a interpretação que fazem do conceito de ativo e no julgamento dos conceitos associados à relevância e à fiabilidade do relato financeiro. Em síntese, os resultados obtidos por Fah (2008) permitiram indicar a existência de relações significativas entre os valores motivacionais dos contabilistas e as suas interpretações e as decisões expressas no relato financeiro. De acordo com o mesmo autor, a prova empírica da diversidade cultural no âmbito da subcultura da contabilidade também foi encontrada.

1.2.4. Os valores culturais e estudos empíricos propostos

Na ótica de Perera *et al.* (2012), desde a década de 70 do século passado que se tem verificado uma maior consciência de que a cultura é um fator que influencia fortemente a Contabilidade. No entanto, com o advento na década de 80 do mesmo século de modelos que analisam a influência da cultura sobre a prática da Contabilidade, diversos estudos empíricos têm sido propostos sob distintas abordagens, replicando ou adaptando os modelos inicialmente propostos, em particular, o modelo de Hofstede-Gray.

Sob novas perspectivas, estudos mais recentes procuram, inclusive, desenvolver novos modelos que apoiem o relacionamento entre os fatores que cercam o julgamento profissional e a prática contabilística, particularmente no que diz respeito às opções tomadas pelos profissionais (a partir de uma base cultural) e o seu reflexo no relato

financeiro (materializada através das características qualitativas e dos constrangimentos à informação).

Chanchani e MacGregor (1999) concluíram que a literatura sobre o tema tem-se centrado nas questões teóricas e conceptuais do modelo de Hofstede-Gray.

Doupnik e Tsakumis (2004), por sua vez, tentaram determinar se o modelo de Gray (1988) fora submetido a uma adequada investigação empírica a fim de provar a sua validade, sendo levados a concluir que as metodologias empregues para testar a teoria podem ser agrupadas da seguinte forma:

- (1) Testes ao nível dos países;
- (2) Estudos que testaram todas as quatro hipóteses;
- (3) Estudos que testaram apenas uma das hipóteses; e
- (4) Estudos ao nível individual (em vez de testes coletivos ou multi-países).

Para além destes, há estudos que ampliam o modelo proposto por Gray (1988) através do acréscimo de novas hipóteses (Salter e Niswander, 1995) ou, ainda, que analisam mais do que uma, embora menos do que as quatro hipóteses do modelo original proposto pelo autor (Tsakumis, 2007; Roberts e Salter, 1999).

De acordo com Finch (2007), o primeiro teste empírico ao modelo de Gray (1988) foi realizado por Eddie (1990), que, para o efeito, analisou todas as quatro hipóteses de associação entre os valores culturais de Hofstede (1980) e o modelo dos valores contabilísticos de Gray (1988). A metodologia da pesquisa utilizada foi construída com base num conjunto de índices de valores contabilísticos disponíveis para treze países asiáticos do Pacífico, correlacionando-os posteriormente, através de técnicas de análise de regressão, com o índice de valores das dimensões culturais de Hofstede (1980). Os resultados foram satisfatórios e os sinais de associação previstos por Gray (1988) nas suas hipóteses foram confirmados. No entanto, de acordo com Doupnik e Tsakumis (2004) o modelo de construção dos índices de valores contabilísticos e o seu método de mensuração não foram rigorosos, uma vez que os fatores e respetivos pesos que foram atribuídos a cada um dos índices dos valores contabilísticos foram determinados subjetivamente.

Longe de testar todas as hipóteses, Gray e Vint (1995) analisaram apenas uma dimensão das hipóteses de Gray (1988), a hipótese relacionada com o secretismo. Através de um

questionário, foram levantadas as atitudes dos *partners* locais de uma empresa multinacional de Auditoria, de modo a compreender o secretismo no que diz respeito às práticas de divulgação. Os resultados abrangeram 27 países e, com base na análise de regressão, Gray e Vint (1995) encontraram associações que apoiaram as hipóteses originais do modelo de Gray (1988) relativamente ao referido valor contabilístico.

Tsakumis (2007), por sua vez, analisou a influência da cultura na aplicação das regras contabilísticas a partir de apenas dois dos valores contabilísticos propostos por Gray (1988), o conservadorismo e o secretismo, tendo por base o desenvolvimento de um questionário conduzido a contabilistas dos Estados Unidos e da Grécia²⁷.

Salter e Niswander (1995) investigaram o referencial teórico de Hofstede-Gray, ampliando-o, porém, em duas hipóteses anteriormente propostas, designadamente, por Meek e Gray (1989), relacionadas com o sistema fiscal dos países americanos. A análise recolheu, entre 1989 e 1999, dados de 29 países desenvolvidos e em vias de desenvolvimento representativos de todos os grupos de países divulgados no modelo de Gray (1988), à exceção de alguns países do Oriente e da África, onde os dados se apresentavam insuficientes. A técnica empregue para o tratamento dos dados foi a análise de regressão. Os resultados indicaram que, enquanto o modelo de Gray (1988) apresenta um forte fundamento estatístico quanto às atuais práticas de relato financeiro, é, por outro lado, relativamente fraco ao explicar as estruturas de regulação profissional existentes a partir de uma base cultural. Do mesmo modo, não foi detetada qualquer relação entre o controlo estatutário e os valores do individualismo, masculinidade ou distância do poder. Os autores consideraram que quer o nível de desenvolvimento dos mercados financeiros quer os níveis de tributação poderiam melhorar significativamente o conjunto de explicações oferecidas por Gray (1988). Por outro lado, foram confirmadas as seguintes hipóteses do modelo de Hofstede-Gray:

(1) a aversão ao risco encontra-se negativamente relacionada com o controlo estatutário e positivamente relacionada com a uniformidade, o conservadorismo e o secretismo;

(2) a masculinidade encontra-se positivamente relacionada com a uniformidade e negativamente relacionada com o conservadorismo;

²⁷ Mais detalhes sobre este estudo será apresentado posteriormente, no contexto dos estudos que analisam a perceção dos profissionais em torno da interpretação de expressões relacionadas com o termo “probabilidade”, referenciadas em diversas normas do IASB.

(3) o individualismo, por sua vez, encontra-se negativamente relacionado com o secretismo.

Zarzeski (1996) analisou empiricamente o modelo dos valores culturais de Hofstede-Gray a partir de 256 empresas de sete países desenvolvidos industrializados, adicionando ao modelo as forças do mercado, argumentando que estas têm um impacto significativo sobre o relato financeiro, tendo encontrado, nos seus resultados, suporte para a referida hipótese. Para esse efeito, a autora utilizou variáveis que identificam possíveis fatores explicativos como a dimensão, o endividamento e a internacionalização (baseado no peso das exportações sobre o total do volume de negócios) como *proxy* das forças de mercado. Para Zarzeski (1996), quer as forças de mercado quer os valores culturais, exceto a distância do poder, influenciam o relato financeiro e, em particular, a natureza secretista da cultura do país. A autora refere ainda que o impacto dos valores culturais sobre as empresas mais internacionalizadas, assim classificadas com base nas exportações, é pouco significativo, sugerindo assim que os referidos valores não têm impacto sobre empresas que operam em diferentes países.

Olimidt e Calu (2007), no intuito de testar os quatro valores contabilísticos propostos por Gray (1988) recolheram dados dos contabilistas romenos através de um questionário conduzido em dois momentos, em 1999 e em 2005. A existência de correlações entre os valores contabilísticos de Gray (1988), variáveis dependentes do modelo, e as dimensões culturais de Hofstede (1980), como variáveis independentes, foram analisadas através do teste do Qui-quadrado. Os resultados de 2005 (a partir da análise de 56 respostas obtidas), comparativamente aos valores obtidos em 1999 (a partir da análise de 101 respostas), confirmaram as hipóteses do controlo estatutário, uniformidade e conservadorismo, mas revelaram uma mudança de critério relativamente à hipótese do secretismo, demonstrando uma maior abertura dos contabilistas da Roménia no sentido de uma maior transparência. O trabalho discute, ainda, as possíveis razões para as diferenças encontradas entre os valores dos dois grupos, concluindo que os valores culturais variam com o tempo e com a exposição a uma diferente cultura contabilística. O sistema de contabilidade romeno tem sido descrito, analogamente a Portugal, como dominado por elevados níveis de controlo estatutário, uniformidade, conservadorismo e secretismo.

Estudos mais recentes têm ainda analisado a cultura, a partir do modelo de Gray (1988), bem como dos contributos lançados mais recentemente por outros investigadores, como

Belkaoui (1978). Os referidos estudos, tendo por base fundamentalmente respostas obtidas a partir de questionários, analisam as diferenças culturais no âmbito da subcultura da Contabilidade derivadas da interpretação de expressões na ótica de preparadores da informação financeira (contabilistas) localizados em diferentes países, tendo em conta, em particular, os valores contabilísticos do conservadorismo e do secretismo (Doupnik e Riccio, 2006; Doupnik e Richter, 2004; Perera *et al.*, 2012; Salleh *et al.*, 2011; Teixeira e Silva, 2009; Tsakumis, 2007).

De acordo com Belkaoui (1978), “diferentes grupos linguísticos criam diferentes códigos linguísticos que afetam os processos de percepção cognitiva e, conseqüentemente, influenciam a compreensão e interpretação dos conceitos contabilísticos.”

Zeff (2007), por sua vez, identifica como obstáculos à convergência internacional, entre outros, os problemas que se apresentam nos pontos seguintes:

- Problemas relativos à interpretação, que é influenciada pelas culturas nacionais dos países que adotam as normas;
- Problemas relativos à linguagem, que se verifica, nomeadamente, no contexto da tradução do inglês para a língua do país adotante;
- Problemas de terminologia, relacionado, na prática, com os problemas anteriormente referidos (e.g., o conceito de probabilidade difere consoante a cultura nacional dos países em causa tenha uma característica mais ou menos conservadora); e
- Problemas relacionados com práticas de gestão (manipulação) dos resultados, sentida mais fortemente em alguns países e/ou entidades com determinadas características propiciadoras das referidas práticas.

Doupnik e Richter (2004) são considerados pioneiros no teste empírico acerca das influências culturais sobre a interpretação de conceitos existentes em normas contabilísticas (Doupnik e Riccio, 2006). Partindo do modelo proposto por Gray (1988), os investigadores desenvolveram hipóteses de relacionamento entre os valores contabilísticos do conservadorismo no contexto da interpretação às expressões relacionadas com o termo “probabilidade”, referenciadas em diversas normas do IASB. A partir da análise de diferenças entre as respostas obtidas por parte de preparadores (contabilistas) dos EUA e da Alemanha, países identificados por Gray (1988) como pertencendo a áreas culturais distintas (com elevados níveis de otimismo e de

conservadorismo, respetivamente), identificaram diferenças entre os dois países no contexto da interpretação de expressões contidas nas normas contabilísticas, consistentemente com a classificação por Gray (1988).

Na sequência, Douppnik e Riccio (2006) desenvolvem um estudo empírico similar à abordagem proposta por Douppnik e Richter (2004), utilizando, no entanto, para além do valor contabilístico do conservadorismo, o valor contabilístico do secretismo. As hipóteses desenvolvidas pelos autores baseavam-se na expectativa de que os preparadores (contabilistas) de países mais conservadores atribuiriam uma maior (menor) probabilidade numérica para as expressões relacionadas com o termo “probabilidade” no contexto do reconhecimento de itens que aumentam (diminuem) os resultados, comparativamente com os preparadores de países tidos como menos conservadores. No mesmo sentido, apresentaram a hipótese segundo a qual os preparadores dos países mais secretistas atribuiriam uma maior (menor) probabilidade numérica para as expressões relacionadas com o termo “probabilidade” que estabelecem uma maior (menor) divulgação de itens, comparativamente com os preparadores de países tidos como menos secretistas. Para esse efeito, realizaram o estudo através de um questionário dirigido aos contabilistas do Brasil (tido como um país de elevados conservadorismo e secretismo) e dos Estados Unidos (considerado um país de reduzidos conservadorismo e secretismo), encontrando mais suporte para as hipóteses relacionadas com o secretismo. Relativamente ao conservadorismo, encontraram um razoável suporte apenas para a primeira hipótese relacionada com o referido valor contabilístico, relacionada com o incremento de resultados em países mais conservadores.

Tsakumis (2007), no mesmo sentido, e tendo por base, designadamente, o estudo desenvolvido por Douppnik e Riccio (2006), analisou a influência da cultura na aplicação das regras contabilísticas a partir de apenas dois dos valores contabilísticos propostos por Gray (1988), o conservadorismo e o secretismo, na tentativa de identificar as diferentes perceções de um mesmo conceito contabilístico na ótica dos preparadores de distintas culturas. Para este fim, o autor estudou a interpretação dos conceitos de ativos e passivos contingentes, tal como previstos na IAS 37, com base nas respostas a um questionário conduzido a uma amostra de 52 contabilistas da Grécia e 49 dos Estados Unidos. As hipóteses do estudo utilizaram a cultura e a natureza da contingência (ativo vs passivo) como variáveis independentes do estudo, ao passo que a identificação das situações (conservadorismo) e as decisões de divulgação (secretismo) foram tratadas como variáveis dependentes do estudo. Baseado no modelo de Gray (1988) e a partir do

índice de pontos de Hofstede (1980), o autor lançou a hipótese de que (H1) os contabilistas gregos têm mais probabilidade (menor probabilidade) de identificar os passivos contingentes (ativos), assim como (H2) são menos propensos a divulgar a existência de ativos e passivos contingentes quando comparados com os contabilistas americanos. A análise univariada (ANOVA) revelou a inexistência de diferenças significativas entre os contabilistas gregos e americanos no que diz respeito às decisões relacionadas com a identificação de situações que envolvessem quer os ativos quer os passivos, de modo que os resultados rejeitaram H1. No entanto, e uma vez que os contabilistas americanos apresentaram consistentemente maior conservadorismo, os contabilistas gregos estavam menos propensos a divulgar informações (maior secretismo), comparativamente aos contabilistas americanos, proporcionando desse modo um forte apoio para a H2.

A linha de investigação desenvolvida por tais estudos têm sido objeto de réplicas, quer na comparação entre a ótica de profissionais de distintos países, quer exclusivamente com base em profissionais localizados num único país, sendo desse caso exemplo o estudo desenvolvido em Portugal por Teixeira e Silva (2009), que analisou a interpretação das expressões relacionadas com o termo “probabilidade” referenciada em diversas normas do IASB na ótica dos auditores registados na Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), concluindo, com base nos resultados extraídos a partir das respostas aos questionários conduzidos, que tais expressões são objeto de interpretação diferenciada por parte desses mesmos profissionais.

Perera *et al.* (2012) realizou um estudo abarcando dois países do pacífico-sul, nomeadamente, Samoa e a Nova Zelândia em torno da orientação de valores do profissionalismo, tendo presente os distintos desenvolvimentos teóricos sobre o tema, onde se incluem os estudos de Rokeach (1973), os valores motivacionais de Schwartz e Bilsky (1987, 1990)²⁸ e o referencial teórico de Hofstede-Gray. Para o efeito, os investigadores tiveram por base o questionário de Rokeach (1973) definido em termos da atribuição de um *ranking* acerca dos 36 valores identificados pelo pesquisador e conduzido a uma amostra de estudantes com idades médias entre os 18 e os 19 anos, tendo-se obtido um total de 138 respostas válidas. Os resultados do questionário foram posteriormente associados aos modelos teóricos identificados e sujeitos a técnicas de

²⁸ Schwartz, S. e Bilsky, W. (1987). Toward a universal psychological structure of human values. *Journal of Personality and Social Psychology*. **53**(3), 550–562.

Schwartz, S. e Bilsky, W. (1990). Toward a theory of the universal content and structure of values: Extensions and cross-cultural replications. *Journal of Personality and Social Psychology*. **58**(5), 878–891.

análise de diferença, correlações e análise fatorial. Os resultados forneceram evidências de diferenças significativas no nível de profissionalismo entre os países tendo por base os diferentes modelos sujeitos à análise.

Outros estudos têm ainda relacionado especificamente o valor contabilístico do conservadorismo com os modelos de avaliação do conservadorismo contabilístico (Basu, 1997). Nesse sentido, Kang *et al.* (2004), designadamente, utilizaram um modelo baseado em regressão como técnica estatística, utilizando os índices de valores para o conservadorismo dos países desenvolvido por Schwartz (1994a)²⁹ como *proxy* para essa variável no âmbito da cultura dos países. A partir de uma amostra de 800 empresas de 21 países no período de 1993 a 2001, os autores encontraram fortes evidências de que os gestores de países mais conservadores apresentam-se tendencialmente mais conservadores nas escolhas contabilísticas que adotam (através de estimativas inferiores para os fluxos de caixa futuros), bem como evidências empíricas que suportam que a interação entre o valor contabilístico do conservadorismo e os sistemas legais apresentam-se como substitutos na explicação do conservadorismo contabilístico.

Assim, duas décadas após o referencial teórico de Hofstede (1980) e posteriores desenvolvimentos, os estudos relacionados com o referido modelo prosseguem, aproveitando já os contributos subsequentemente apresentados na literatura por outros investigadores, de que é exemplo o estudo levado a cabo por Rodriguez Jr. (2009), que na sua tese de doutoramento apresenta três ensaios relacionados com o modelo de Gray (1988), o primeiro apresenta o fundamento teórico e o método de quantificação dos valores contabilísticos, com base nos *scores* propostos para cada um dos referidos valores definidos para 58 países; o segundo reporta os resultados dos testes de validação efetuados com base nos *scores* dos valores contabilísticos, a partir de técnicas de análise *multi-trait multi-method* já desenvolvida noutros estudos (Eddie, 1990; Gray e Vint, 1995; Hope, 2003; Hope *et al.*, 2008; La Porta *et al.*, 1996; Salter e Niswander, 1995; Zarzeski, 1996), bem como da utilização do modelo de regressão desenvolvido por Jaggi e Low (2000); também com base em modelo de regressão, o terceiro estudo utiliza os *scores* de valores contabilísticos como variável primária na explicação dos diferentes níveis de conformidade com as normas internacionais de Contabilidade.

²⁹ Schwartz, S.H. (1994b). Beyond individualism/collectivism: New cultural dimensions of values, in Kim, U. et al. (Eds.). Individualism and collectivism: Theory, method, and applications, pp. 85-119. California: Sage Publications.

Não foram encontrados, em Portugal, estudos empíricos que replicassem o referencial teórico de Hofstede-Gray aos preparadores da informação financeira previamente ao estudo de Albuquerque e Almeida (2009). Estudos mais recentes, no entanto, já se têm centrado em áreas relacionadas, nomeadamente, Teixeira e Silva (2009), que utilizou o referencial teórico de Tsakumis (2007) aplicável ao contexto das expressões verbais existentes nas normas do IASB, em uma investigação baseada em questionário abarcando os auditores registados na CMVM, tendo-se obtido 35 respostas a partir de 45 questionários enviados (resultando, desse modo, numa taxa de resposta de 78%). De acordo com os resultados identificados pelos autores do estudo, no contexto português, a interpretação verbal dos termos “remoto” e “certeza razoável” apresentam diferenças significativas no contexto dos auditores nacionais registados na CMVM, comparativamente com os resultados identificados em outros países (nomeadamente pelos britânicos, suíços, alemães e austríacos). Os resultados mostram ainda que os termos “possível”, “provável” e a expressão “virtualmente certo” revelam uma falta de consenso entre os profissionais em estudo. As referidas expressões, conforme destacam os autores (Teixeira e Silva, 2009), “estabelecem os critérios de reconhecimento e divulgação de certos elementos componentes das demonstrações financeiras (nomeadamente, passivos contingentes, ativos e perdas), assim, as diferentes interpretações nesse domínio podem levar a reconhecimentos e desreconhecimentos dos referidos itens, bem como à divulgação ou não divulgação de passivos contingentes.”. Concluem ainda os mesmos autores que, uma vez que o termo provável é comumente utilizado no contexto das normas internacionais de Contabilidade, tal circunstância, devido ao seu impacto, “pode afetar a comparabilidade das demonstrações financeiras a nível internacional” Teixeira e Silva (2009).

Por outro lado, uma investigação realizada em Espanha por Amat *et al.* (2000) analisou o modelo à luz das mudanças oriundas da transição do país para o regime democrático (pós-Franco), ocorrida em 1978, na perspetiva de duas áreas da Contabilidade, a Contabilidade Financeira e a Contabilidade de Gestão. No primeiro caso, os autores encontraram evidência suficiente para as quatro hipóteses de Gray (1988), ao passo que, no segundo caso, apenas para três.

Desde a difusão do modelo das dimensões culturais de Hofstede (1980), em particular, os estudos relacionados com a influência da cultura prosseguem sob distintas abordagens, designadamente, em termos da sua relação com o julgamento profissional e

a utilidade da informação financeira (Albuquerque e Almeida, 2009, Albuquerque *et al.* 2011; Fah, 2008).

Merinda (2011), por sua vez, discute a influência da cultura sobre as práticas contabilísticas num contexto de maior internacionalização e adoção das normas internacionais de Contabilidade do IASB, analisando os recentes desenvolvimentos associados aos estudos centrados nas seguintes componentes, classificados em termos de estudos desenvolvidos no contexto da adoção, ou não, das referidas normas:

- Autoridade e cumprimento (*enforcement*), como elementos relacionados com os valores contabilísticos do profissionalismo e uniformidade;
- Práticas de mensuração, relacionado com o valor contabilístico do conservadorismo;
- Práticas de divulgação, relacionado com o valor contabilístico do secretismo;
- Outros estudos gerais.

A autora identifica, em particular, estudos em torno do conservadorismo e do secretismo e as práticas de mensuração e divulgação, respetivamente, como valores associados ao conteúdo das normas do IASB (Doupnik e Riccio, 2006; Doupnik e Richter, 2004; Tsakumis, 2007) materializáveis no relato financeiro. Merinda (2011) aponta, desse modo, e designadamente, a falta de aplicação do referencial de Hofstede-Gray em torno da análise da influência em torno da adoção das referidas normas, através da inclusão no modelo dos valores da autoridade e cumprimento, materializados, por sua vez, no valor contabilístico do profissionalismo.

Outros estudos procuram analisar a influência das culturas nacionais sobre outras práticas não estritamente contabilísticas, mas inseridas no âmbito das políticas de gestão.

Cegarra-Navarro *et al.* (2011), designadamente, identificaram estudos subsequentes em torno da cultura na sua relação com a gestão empresarial (práticas de gestão) tendo por base o referencial teórico de Hofstede (1980), onde se incluem os estudos sobre a tomada de decisão empresarial, sobre a influência das culturas nacionais na determinação da estrutura do capital, dos sistemas contabilísticos, na definição de questões estratégicas e na implementação e no uso de tecnologias de informação. Os autores analisaram, através de questionários, as práticas de gestão do conhecimento de 258 PME do setor das telecomunicações da Espanha (130 PME) e Reino Unido (128

PME), correspondentes a uma taxa de resposta de cerca de 5%, no intuito de identificar a existência de três práticas, transferência, transformação e a capacidade de abertura a novas ideias³⁰. O questionário encontra-se decomposto em 18 itens, sendo que o agrupamento em torno de seis itens do questionário relacionava-se com uma das três variáveis latentes definidas no estudo. Os resultados identificaram que em Espanha as PME estão positivamente associadas com os elevados níveis de transferência e transformação do conhecimento, ao passo que as PME do Reino Unido estão positivamente mais associadas aos elevados níveis de abertura.

As variáveis relativas às dimensões culturais propostas inicialmente por Hofstede (1980) e subsequentes contributos desenvolvidos, designadamente, por Schwartz (1992, 1994) têm sido igualmente utilizados em análises que associam a estrutura de governação e outras variáveis específicas das empresas como variáveis de controlo, com as políticas financeiras seguidas pelas empresas, e que incluem as práticas relativas às decisões de investimento (Griffin *et al.*, 2009), as políticas de distribuição de dividendos (Bae *et al.*, 2012; Breuer *et al.*, 2012; Fidrmuc e Jacob, 2010; Shao *et al.*, 2010) e políticas de gestão de tesouraria (Chang. e Noorbakhsh, 2009; Kangarluei e Anarjan, 2011; Ramirez e Tadesse, 2009), bem como a estrutura de capital das empresas, incluindo nesse âmbito a análise acerca das opções de financiamento das empresas e a maturidade da dívida (Antonczyk *et al.*, 2010, 2011; Chui *et al.*, 2002; Gleason *et al.*, 2000; Rihab e Lofti, 2011).

Refira-se ainda estudos no âmbito da cultura que utilizam variáveis dependentes que permitem distintas análises, como o estudo de Wang e Esqueda (2013), que procura explicações quer entre as práticas de gestão de tesouraria quer entre o nível de endividamento e variáveis culturais, utilizando para o efeito as dimensões culturais propostas por Hofstede (2001). Outros investigadores têm igualmente utilizado a abordagem cultural em contextos distintos do ambiente empresarial como objeto de estudo, designadamente, Breuer e Salzmann (2009), Gouveia e Ros (2000) e Kwok e Tadesse (2006), cujas análises utilizaram indicadores macroeconómicos dos países como variáveis dependentes do modelo. Nesse sentido, facilmente se constata que, pese o significativo número de estudos já publicados tendo por base a aplicação de modelos culturais, particularmente após os contributos lançados por Hofstede (1980), estudos mais recentes têm proposto novas áreas de aplicação para os referidos modelos.

³⁰ *Open-mindedness*, no original em inglês.

1.2.5. Críticas à utilização dos modelos das dimensões culturais

A relevância do trabalho de Hofstede (1980) verifica-se no número de estudos subsequentes que utilizam o referencial do autor em distintas áreas, conforme constatado, designadamente, por Cegarra-Navarro *et al* (2011) e Kirkman *et al.* (2006).

Refira-se, no entanto, que pese o contributo de Hofstede (1980) e a sua influência nos estudos subsequentemente desenvolvidos, nos anos mais recentes quer a metodologia quer os resultados identificados por Hofstede (1980) têm sido postos em causa por alguns investigadores, sendo disso exemplo o baixo número de representatividade das respostas obtidas em alguns países, além de outros aspetos metodológicos empregues e alguns dos conceitos utilizados (Baskerville, 2003; Javidan *et al.*, 2006; McSweeney, 2002).

Kirkman *et al.* (2006), através da análise de cerca de 180 artigos publicados com base no modelo de Hofstede (1980), referem que as críticas apresentadas ao referido modelo dizem respeito, entre outros, aos seguintes aspetos: a redução da cultura a uma abordagem simplista de conceptualização de quatro ou cinco dimensões, a limitação da amostra a uma única entidade multinacional, a falha na tentativa de capturar a maleabilidade da cultura ao longo dos anos e por ignorar a heterogeneidade cultural no âmbito de cada país, tal como referido por Sivakumar e Nakata (2001).

Baskerville (2003) encontra-se entre as principais vozes críticas ao modelo desenvolvido por Hofstede (1980), discutindo o próprio conceito de cultura utilizado pelo autor, na medida em que tal conceito, na antropologia, não é consensual, referindo ainda que a pesquisa “carece de rigor intelectual”. A autora, reconhecendo a importância que tem sido atribuída em diversos campos do conhecimento (333 referências foram recolhidas) ao estudo de Hofstede (1980), alerta para a utilização do índice de dimensões culturais desenvolvido pelo referido investigador como base de estudos futuros no campo da cultura, tendo em conta que “as suas falhas não podem ser ignoradas”. Entre as principais críticas apresentadas pela autora encontram-se o pressuposto de igualar nação com cultura, as dificuldades e limitações de quantificar a cultura através da representação de matrizes e dimensões culturais e a observação de uma cultura sob o ponto de vista de um observador externo.

Outra crítica apresentada pela autora, igualmente referida por outros investigadores, ainda que em tais casos tenham utilizado os referidos índices e tenham destacado essa limitação, encontra-se a consideração de imutabilidade de tais valores, que começaram a

ser recolhidos e identificados em 1967 (Antonczyk e Salzmann, 2012; Baskerville, 2003; Jaggi e Low, 2000).

Ainda segundo Baskerville (2003), “a abordagem universalista proposta por Hofstede (1980) para as dimensões culturais falhou no cumprimento do seu propósito”.

Pese as críticas apresentadas pela autora, o artigo conclui com algumas recomendações que podem ser utilizadas pelos investigadores na condução de estudos dessa natureza, sugerindo, entre outras considerações, que tais pesquisas tenham início, no campo da Contabilidade, pela identificação das práticas contabilísticas e comportamentos relacionadas com as funções económicas e de negócios que a Contabilidade serve, considerando a inclusão de subgrupos étnicos com representatividade nesse contexto (*ibid*, 2003).

Pese as críticas mais recentes apresentadas por alguns investigadores ao modelo de Hofstede (1980), algumas das quais extensíveis ao modelo definido por Schwartz (1992, 1994), a ampla gama de dados quantitativos divulgados em tais estudos tem atraído, desde então, muitas formas de pesquisas relacionadas com as diferenças culturais entre os países, sendo tais indicadores considerados como relativamente fiáveis para serem utilizadas como variáveis independentes de estudos posteriores.

De facto, e de acordo com Perera *et al* (2012), as críticas relativas ao modelo de Hofstede (1980) não parecem, no entanto, ter causado a rejeição desse modelo pelos pesquisadores, sendo disso exemplo os recentes estudos que ainda utilizam o referencial teórico proposto pelo autor (Antonczyk *et al.*, 2010; Antonczyk e Salzmann, 2012; Bae *et al.*, 2012; Chang *et al.*, 2012; Gleason *et al.*, 2000; Gouveia e Ros, 2000; Kwok e Tadesse, 2006; Rihab e Lofti, 2011; Wang e Esqueda, 2013).

2. A informação financeira sob a perspetiva das PME

Previamente à elaboração e apresentação das demonstrações financeiras encontram-se definidas pela entidade um conjunto de políticas contabilísticas aplicáveis ao reconhecimento e mensuração de ativos, passivos, às componentes do capital próprio, bem como aos rendimentos, gastos e resultados relatados, fluxos de caixa e contribuições de e distribuições para os proprietários do capital.

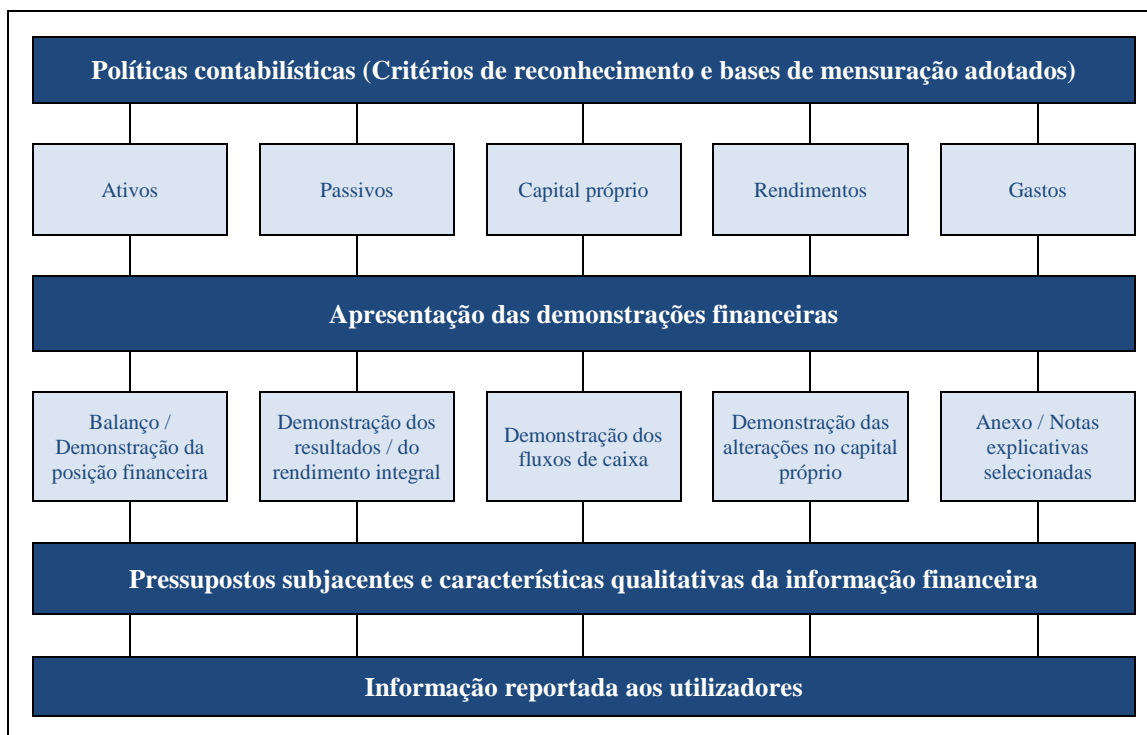


Figura 13: As demonstrações financeiras e a utilidade da informação.

Nesse contexto também estão inseridas as bases de preparação que estão subjacentes à apresentação das demonstrações financeiras, e que garantem a apresentação de uma imagem verdadeira e apropriada da posição financeira, das alterações na posição financeira e do desempenho da entidade que relata, tendo ainda em conta os pressupostos subjacentes e as características qualitativas da informação financeira, conforme referenciadas na Estrutura Conceptual. A **Figura 13** pretende ilustrar o referido enquadramento que cerca a informação financeira.

A adequada divulgação das políticas contabilísticas seguidas pela entidade e a observação das características qualitativas que estão na base da preparação das demonstrações financeiras – conjuntamente com o adequado cumprimento do referencial contabilístico (normas contabilísticas e de relato financeiro) aplicável –

constituem a primeira garantia da qualidade e, bem assim, da utilidade da informação financeira por parte dos diversos utilizadores dessa informação.

A pertinência da discussão em torno do novo projeto da Estrutura Conceptual desenvolvido conjuntamente entre o FASB e o IASB e a investigação que cerca o julgamento profissional relativamente aos conceitos que ali se encontram apresentados, representa outro grande fator de motivação para a concretização deste estudo, particularmente no que diz respeito à ligação entre a preferência pela adoção de certas práticas, as características qualitativas e a utilidade da informação financeira.

A existência de normativos (nacionais e internacionais) destinados especificamente às entidades de menor dimensão, em particular, as entidades não cotadas ou fora do conceito de “entidades de interesse público”, na ótica do IASB, vai ao encontro do entendimento referido por Veerle (2005). De acordo com o autor, pese os benefícios propagados pela extensão das IFRS às entidades não cotadas (ou entidades não incluídas no conceito de entidades de interesse público de acordo com o IASB), a extensão da obrigação de conformidade com as IFRS para as entidades não cotadas poderia desencadear um problema aos negócios, na medida em que acarretaria um aumento dos custos administrativos eventualmente não suportáveis por parte das referidas entidades.

Outro elemento de relevo a ter em conta nessa matéria, referido por Riistama e Vehmanen (2004)³¹ *apud* Veerle (2005), prende-se com o facto de que as necessidades dos utilizadores do relato emanado das PME são diferentes das necessidades dos utilizadores de entidades de grande dimensão.

Bertoni e Rosa (2007) apontam, nesse sentido, a introdução da IFRS *for* SMEs como um marco significativo no contexto da harmonização contabilística. Os autores questionam, no entanto, e pese os argumentos do IASB neste domínio, se existe verdadeiramente a necessidade de comparabilidade internacional nas demonstrações financeiras divulgadas pelas PME, dado o seu âmbito de atuação menos alargado. Refira-se que um dos argumentos apresentados pelo IASB nesse domínio prende-se com o facto de que a aplicação da IFRS *for* SMEs resultaria em um acesso mais fácil à aplicação das *full IFRS*, reduzindo assim um dos obstáculos para a entrada nos mercados financeiros. Surgem aqui as questões relativas ao financiamento empresarial e

³¹ Riistama, V. e Vehmanen, P. (2004). Globally applicable conceptual framework for small and medium-sized entities'. Unpublished paper.

à possibilidade de recurso a outras fontes distintas do financiamento bancário, como fatores que estão na base das vantagens referenciadas no contexto da introdução da referida norma (IFRS *for* SMEs). Tal referência é justificada pelo papel preponderante das entidades bancárias como utilizadores da informação financeira das entidades de menor dimensão, conforme destacado na *exposure draft* da IFRS *for* SMEs.

De facto, a adoção de normas contabilísticas simplificadas consoante a dimensão das entidades ou a sua relevância pública, conforme definição do IASB, é matéria que não tem reunido consensos alargados, como é o caso de Baas e Schrooten (2005), que sugerem a existência de fortes argumentos para a revisão do atual modelo de conceção de normas internacionais de contabilidade específicas para as PME, na medida em que:

(...) para ser eficiente, as normas internacionais de contabilidade devem ser aplicadas a todos os tipos de empresas (...), o que levaria a uma melhoria na tomada de decisões. Quer os bancos quer as empresas seriam os beneficiários de tal mudança nesse quadro institucional.

Pese as discussões em torno dessa matéria, mas consensual parece apresentar-se, no entanto, a identificação de que os financiadores e, em particular nesse contexto, o sistema bancário, é habitualmente apontado na literatura como um dos principais interessados na informação contabilística apresentada pelas PME (Chauveau *et al.*, 1996; Collis e Jarvis, 2000; Hussey e Hussey, 1997).

No contexto da definição das necessidades e dos utilizadores da informação financeira, levantam-se questões relacionadas com as assimetrias informacionais que assumem particular relevo no contexto da informação apresentada pelas PME (Alves e Moreira, 2009; Berger e Udell, 1998; Matias, 2009; Pereira, 2009b). Alves e Moreira (2009), designadamente, referem que, no contexto das pequenas e médias empresas portuguesas, dada a elevada dependência do sistema bancário para a obtenção de financiamento a curto prazo, “a informação financeira de qualidade não só pode ter efeitos sobre o custo do dinheiro mas também sobre o próprio acesso ao financiamento”.

De acordo com Pereira (2009b), são as diferenças na intensidade dos problemas de informação que podem explicar porque determinadas entidades, ainda que de menor dimensão, recorrem a financiamento externo junto a fontes como *business angels* e sociedades de capital de risco, ao passo que outras empresas, “informacionalmente mais

transparentes”, recorrem mais a financiamento externo junto de bancos, instituições financeiras e credores comerciais, tendo em conta que são entidades “que não as monitorizam e que fundamentam as suas decisões em peças informacionais padronizadas nas quais depositam a sua confiança.”

O estudo efetuado por Carmo *et al.* (2011a) encontra-se relativamente em linha com esta informação, na medida em que sugere a não consideração da qualidade dos *accruals* no custo do financiamento concedido às PME, em linha com os resultados obtidos por Noguer e Muñoz (2007)³² *apud* Carmo *et al.* (2011a) em estudo similar efetuado em Espanha.

O grau de opacidade da informação financeira é a característica que, segundo Berger e Udell (1998), mais justifica as diferenças entre o financiamento das PME e empresas de maior dimensão, relação que é por vezes indevidamente associada à teoria do *pecking order* na explicação das preferências entre as fontes de financiamento. No entanto, é a impossibilidade de obtenção de financiamento externo que justifica a opção por recursos internos.

2.1. Os utilizadores e a utilidade da informação das PME

Para aumentar o nível de comparabilidade das demonstrações financeiras publicadas pelas entidades a uma escala mundial, o IASB tem desenvolvido, mais recentemente, um esforço de harmonização com as normas americanas emitidas pelo FASB e, adicionalmente, um esforço na eliminação da possibilidade de adoção de tratamentos alternativos³³.

A informação relativa às características qualitativas e os utilizadores da informação financeira, no âmbito da Contabilidade, encontram-se definidos em Estruturas Conceptuais. A importância das EC tem sido largamente proclamada não só pelos organismos reguladores (FASB, 1978; IASB, 1989), mas também por numerosos investigadores (Choy e King, 2005; Christensen e Demski, 2007; McGregor e Street, 2007; Santos, 2006) que se debruçaram sobre o tema.

³² Noguer, B. e Muñoz, M. (2007). La calidad de los ajustes por devengo no afecta al coste de la deuda de las PYMES españolas. *Investigaciones Economicas*, **31**(1).

³³ O International Accounting Standard Board (IASB) e o Financial Accounting Standards Board (FASB) têm trabalhado em conjunto desde Setembro de 2002, data da celebração do Memorando de Entendimento (MoU), mais conhecido como o *Acordo de Norwalk*, com o objetivo de eliminar a diversidade de tratamentos contabilísticos previstos nas normas de ambos os organismos acerca de uma mesma matéria. Trata-se, essencialmente, de garantir a convergência entre os dois conjuntos de normas de maneira a criar um corpo comum de normas de alta qualidade aplicáveis a uma escala global (IFRS, 2012).

No que diz respeito aos primeiros, os objetivos declarados de uma EC revela-se, em especial, na necessidade do estabelecimento de um referencial teórico orientador da regulação contabilística subsequente, minimizando quanto possível a existência de conflitos e inconsistências entre as normas (FASB, 1978; IASB, 1989).

De acordo com o *Financial Accounting Standards Board* (FASB, 1978), organismo americano emissor de normas, é o próprio organismo emissor de normas o principal beneficiário do conteúdo prescrito pelas EC, na medida em que servem de apoio e orientação à emissão de futuras normas, tornando o processo mais consensual.

Villacorta Hernández (2004), em sua tese de doutoramento, define a EC para uso externo como sendo³⁴:

Uma teoria contabilística baseada na estruturação lógico-dedutiva do conhecimento contabilístico, que especifica uma orientação básica para o organismo responsável por elaborar normas de cumprimento obrigatório, estabelecendo a natureza, função e limites da Contabilidade e das Demonstrações Financeiras. Na EC deve-se concretizar os objetivos, as características qualitativas da informação financeira, as hipóteses para que ambos sejam atingidos, e estabelecer a definição, critérios de reconhecimento e mensuração dos elementos contidos nas Demonstrações Financeiras.

Ainda para Villacorta Hernández (2004), como vantagens da harmonização contabilística por via das EC, com base na revisão de literatura efetuada, é possível referenciar as seguintes³⁵:

- Trata-se de um ponto de referência comum entre os interessados na informação financeira, emissores de normas, utilizadores e auditores;
- Na medida em que as EC contêm os fundamentos básicos subjacentes à preparação das demonstrações financeiras, o seu conteúdo serve para orientar a elaboração e aplicação de normas contabilísticas a casos concretos, assim como para resolver possíveis dúvidas e conflitos eventualmente existentes entre as mesmas;
- É um importante ponto de apoio para a obtenção da representação fidedigna das demonstrações financeiras;

³⁴ Tradução livre do original em língua espanhola.

³⁵ Tradução livre do original em língua espanhola.

- Permite uma harmonização prévia dos conceitos subjacentes na tentativa de assegurar uma adequada congruência entre o detalhe das normas e os elementos conceptuais em que se apoiam os sistemas contabilísticos, o que, conjuntamente, pode favorecer a harmonização contabilística; e
- A incorporação no ordenamento jurídico dos elementos conceptuais da EC outorga maior rigor e coerência ao processo de elaboração e aplicação de normas contabilísticas.

A investigação desenvolvida por Santos (2006) revela o que diversos autores consideram como matérias essenciais que as EC devem considerar, nomeadamente,

- As necessidades dos utilizadores da informação;
- Os objetivos da informação;
- Os requisitos ou qualidades que a informação deve cumprir na satisfação das necessidades dos utilizadores e dos objetivos da informação;
- A definição dos elementos das demonstrações e os critérios de reconhecimento e mensuração.

O objetivo declarado do FASB em fortalecer as normas do tipo *principle-based* tem motivado a recente aproximação entre o FASB e o IASB (Bullen e Crook, 2005). Nesse contexto, e dada a sua importância fulcral na harmonização dos conceitos presentes em cada um dos conjuntos normativos dos organismos emissores, a EC terá merecido especial cuidado.

O FASB, tradicionalmente, não apresenta uma EC contida num único documento, tendo adotado como alternativa uma EC dispersa através das várias SFAC's (*Statement of financial accounting concepts*), algumas das quais entretanto já revogadas em virtude, particularmente, do projeto de revisão, atualmente em curso, da estrutura concetual desenvolvido conjuntamente entre o FASB e o IASB. Ao que tudo indica, esta abordagem tradicionalmente utilizada pelo FASB, isto é, de *concept statements* dispersos entre várias SFAC's, deve ser abandonada à mesma medida em que o projeto de revisão conjunta da EC avance entre os dois organismos, sendo referido pelo FASB a intenção de incorporar os novos capítulos à SFAC n° 8 em substituição às anteriores SFAC então vigentes (o que de facto já aconteceu relativamente às SFAC n° 1 e 2) (FASB, 2010).

A Estrutura Conceptual do IASB (EC IASB) foi aprovada pelo Comité do IASC em Abril de 1989 para publicação em Julho de 1989, sendo adotada pelo IASB em Abril de 2001. Assim, a Estrutura Conceptual do IASB, atualmente em fase de revisão, e contrariamente ao FASB, foi desenvolvida num único documento. A EC IASB, emitida pelo organismo que está à frente do movimento de harmonização contabilística internacional, denominada *Framework for the Preparation e Presentation of Financial Statements*³⁶, encontra-se em processo de revisão conjunta com o FASB (doravante designado EC FASB-IASB).

O objetivo do estabelecimento de um projeto comum, de acordo com o IASB, passa igualmente por (IASB, 2008a) “criar uma base sólida para futuras normas de contabilidade baseadas em princípios, com consistência interna e internacionalmente convergentes.” Assim, e desde 2006 a esta parte, o FASB e o IASB têm feito publicar documentos relacionados com a nova EC, num projeto que se prevê concretizado em várias fases no âmbito do *due process*³⁷ instituído pelos organismos, conforme se apresenta no **Quadro 10**.

<u>Tópico</u>	<u>Fase / Previsão</u>
Objetivo e Características Qualitativas	Fase Concluída (Capítulos 1 e 3 da nova EC FASB-IASB)
Definições dos Elementos, Reconhecimento e Desreconhecimento	<i>Discussion Paper</i> será publicado em 2011
Mensuração	<i>Discussion Paper</i> será publicado em 2011
O Conceito de Entidade que Relata ³⁸	<i>Exposure Draft</i> publicado em 2010

Quadro 10: Fases do Projeto da EC FASB-IASB.

Fonte: IASB (2008b).

Assim, em Julho de 2006, os dois organismos divulgaram um documento conjunto que dava início à discussão pública do projeto em sua primeira fase (fase A)³⁹, *The*

³⁶ Traduzido para a língua portuguesa como “Estrutura Conceptual para a Preparação e Apresentação das Demonstrações Financeiras”. A referida *Framework*, como adiante será referido, encontra-se em processo de revisão conjunta com documentos de natureza similar emitidos pelo *Financial Accounting Standards Board* (FASB), organismo americano emissor de normas.

³⁷ *Due process* diz respeito ao processo completo de aprovação de normas de Contabilidade e outros documentos relacionados (onde se inclui a Estrutura Conceptual) pelos referidos organismos, que vai desde à conceção do projeto até à aprovação e publicação da versão final do documento, passando ainda pela discussão pública.

³⁸ Tradução livre de “*Reporting entity concept*”.

³⁹ Em causa, a primeira fase do projeto da EC FASB-IASB, cujo âmbito compreende a definição dos objetivos e características qualitativas da informação financeira.

Objective of Financial Reporting e Qualitative Characteristics of Decision-useful Financial Reporting Information (IASB, 2006).

Em 28 de Setembro de 2010, o IASB e o FASB anunciaram a conclusão da primeira fase do projeto conjunto, mantendo, em linhas gerais, os entendimentos proferidos na reunião anterior, e dando lugar assim à publicação, por parte do FASB, da SFAC nº 8, intitulada “*Chapter 1, The Objective of General Purpose Financial Reporting*” e “*Chapter 3, Qualitative Characteristics of Useful Financial Information*” em substituição às SFAC nº 1 e nº 2, de conteúdo similar.

Nesta mesma data (Setembro de 2010), como parte desse projeto de revisão da EC IASB, como já se fez referência, o IASB reviu o objetivo das demonstrações financeiras para finalidades gerais e as características qualitativas de informações úteis da Estrutura Conceptual.

O restante conteúdo do documento emitido em 1989 segue então em vigor. A EC FASB-IASB, em fase de revisão, continuará a ser norteada por uma orientação baseada em *principle-based standards*, em detrimento da abordagem habitualmente referenciada como a orientação seguida pelo FASB, isto é, a abordagem *rules-based standards*.

O documento final resultará, na ótica dos dois organismos, de um esforço conjunto para substituir as respetivas EC por uma abordagem única e comum. Refira-se ainda que, em termos nacionais, as entidades abrangidas pelo SNC e pela NCM adotam a mesma estrutura conceptual, aprovada nos termos do Aviso nº 15652/2009, de 07 de Julho, e que, por sua vez, adota na integralidade a EC IASB aprovada em 1989.

De acordo com a EC IASB (IASB, 1989), previamente à emissão do projeto conjunto de revisão, o objetivo das demonstrações financeiras “é o de proporcionar informação acerca da posição financeira, do desempenho e das alterações na posição financeira de uma entidade que seja útil a um vasto leque de utentes na tomada de decisões económicas”, ressalvando, no entanto, que embora indo ao “encontro às necessidades comuns da maior parte dos utentes”, podem, no entanto, não proporcionar:

(...) toda a informação de que os utentes possam necessitar para tomarem decisões económicas uma vez que elas, em grande medida, retratam os efeitos financeiros de acontecimentos passados e não proporcionam necessariamente informação não financeira.

Este ponto de vista tem subjacente, por um lado, a importância das demonstrações financeiras para efeitos de tomada de decisão, mas, por outro, o reconhecimento de uma limitação decorrente, nomeadamente, da extensão da informação proporcionada pelas demonstrações financeiras.

A referida limitação pode, no entanto, ser de algum modo ultrapassada pelo facto de que alguns utentes têm a capacidade de “exigir, e têm o poder de obter,” informação adicional que vai além da informação contida nas demonstrações financeiras, sendo que a informação não contemplada nas demonstrações financeiras podem incluir “elementos preparados pelo órgão de gestão, tais como relatórios, exposições, debate e análise e elementos similares que possam ser incluídos num relatório financeiro ou anual”, e que estão fora do âmbito da Estrutura Conceptual”.

As necessidades de informação comuns a maior parte dos utilizadores estão na base das decisões económicas, servindo as demonstrações financeiras a esse propósito, nomeadamente (IASB, 1989):

- No que diz respeito às decisões de quando comprar, deter ou vender um investimento em capitais próprios;
- Avaliar os deveres da gestão ou a sua responsabilidade; avaliar a capacidade da empresa de pagar e proporcionar outros benefícios aos seus empregados;
- Avaliar a segurança das quantias emprestadas à entidade;
- Determinar as políticas de imposto; determinar os lucros distribuíveis e os dividendos;
- Preparar e usar as estatísticas do rendimento nacional ou, ainda, regulamentar as atividades das empresas.

A mesma EC IASB, emitida em 1989, inclui entre os utentes das demonstrações financeiras os atuais e potenciais investidores, empregados, mutuantes, fornecedores e outros credores comerciais, clientes, o governo e os seus departamentos e o público, que (IASB, 1989) “utilizam as demonstrações financeiras a fim de satisfazer algumas das suas diferentes necessidades de informação,” sem no entanto estabelecer qualquer hierarquização entre os utilizadores da informação.

De acordo com o IASB (1989), ainda que nem todas as necessidades de informação desses utilizadores possam ser suprimidas pelas demonstrações financeiras, há necessidades inerentes a todos os utentes que podem ser satisfeitas pelas demonstrações

financeiras. Assim, e de acordo com o referido organismo, tais necessidades podem ser identificadas com os utilizadores abaixo listados no **Quadro 11**.

Utilizadores:	Características:
Investidores	Os fornecedores de capital de risco e os seus consultores estão ligados ao risco inerente e ao retorno proporcionado pelos seus investimentos. Necessitam de informação para os ajudar a determinar se devem comprar, deter ou vender. Os acionistas estão também interessados na informação que lhes facilite determinar a capacidade da empresa de pagar dividendos.
Empregados	Os empregados e os seus grupos representativos estão interessados na informação acerca da estabilidade e rentabilidade dos seus empregadores. Estão também interessados na informação que os habilite a avaliar a capacidade da empresa de proporcionar remuneração, benefícios de reforma e oportunidades de emprego.
Mutuanes	Os mutuantes estão interessados na informação que lhes facilite determinar se os seus empréstimos, e os juros que a eles respeitam, serão pagos no vencimento.
Fornecedores e outros credores comerciais	Os fornecedores e outros credores estão interessados em informação que lhes facilite determinar se as quantias que lhes são devidas serão pagas no vencimento. Os credores comerciais estão provavelmente interessados numa empresa durante um período mais curto que os mutuantes a menos que estejam dependentes da continuação da empresa como um cliente importante.
Clientes	Os clientes têm interesse em informação acerca da continuação de uma empresa, especialmente quanto têm envolvimento a prazo com, ou estão dependentes de, a empresa.
Governos e seus departamentos	Os governos e os seus departamentos estão interessados na imputação de recursos e, por isso, nas atividades das empresas. Também requerem informação a fim de regulamentar as atividades das empresas, determinar as políticas de tributação e como a base do rendimento nacional e de estatísticas semelhantes.
Público	As empresas afetam parte do público de maneiras variadas. Por exemplo, as empresas podem dar uma contribuição substancial à economia local de muitas maneiras que incluem o número de pessoas que empregam e como cliente dos fornecedores locais. As demonstrações financeiras podem ajudar o público ao proporcionar informação acerca das tendências e dos desenvolvimentos recentes da prosperidade da empresa e da escala das suas atividades.

Quadro 11: Os utilizadores das demonstrações financeiras.

Fonte: IASB (1989).

Por outro lado, no contexto da SFAC nº 1 do FASB (1978), então já revogada (e incorporada na SFAC nº 8 com as alterações decorrentes da revisão conjunta da EC FASB-IASB), “o relato financeiro não deve ser entendido como um fim em si”, sendo importante na medida em “fornece informação útil para a tomada de decisões económicas e empresariais”. Tal objetivo não deve ser entendido como imutável no tempo, na medida em que é “afetado pelo ambiente económico, legal, político e social no qual o relato é divulgado”, sendo de destacar ainda os seguintes aspetos FASB (1978):

- Os objetivos decorrem fundamentalmente das necessidades dos utilizadores externos que não têm a autoridade para exigir a informação de que necessitam, e precisam por isso confiar na informação relatada pela gestão;
- Os objetivos são direcionados aos interesses comuns de muitos utilizadores na avaliação da capacidade que detém uma empresa de gerar fluxos positivos de caixa, mas são igualmente formuladas com base nas decisões de investimento e financiamento como elementos norteadores. Os objetivos devem ser amplos, e não estreitos;
- Os objetivos dizem respeito à informação financeira e não se restringem às demonstrações financeiras.

Ainda de acordo com o FASB (1978), o foco prioritário das demonstrações financeiras é a informação sobre os resultados e seus componentes tendo por base o pressuposto do acréscimo, na medida em que representa “o melhor indicador da capacidade de geração de caixa presente e futuro do que a informação limitada aos efeitos financeiros dos recebimentos e pagamentos de caixa”.

Relativamente aos utilizadores das demonstrações financeiras, refira-se ainda a menção na SFAC nº 1 do FASB (1978) dos acionistas, outros investidores e credores como utilizadores privilegiados da informação (*capital providers*), uma vez que, de acordo com o mesmo organismo, este grupo de utilizadores não possui autoridade suficiente para determinar a produção do relato financeiro.

O projeto da nova EC FASB-IASB vem trazer como novidade, para o IASB, a adoção, tal como previsto na SFAC nº 2 (FASB, 1980), do chamado paradigma da utilidade da informação, estabelecendo como utilizadores privilegiados da informação os fornecedores de capital (*capital providers*) (IASB, 2008a).

No âmbito do projeto de revisão da EC FASB-IASB, o objetivo a ser expresso no documento final passava pela seguinte proposta (IASB, 2008b):

O objetivo das demonstrações financeiras para finalidades gerais é fornecer informação que seja útil aos atuais e potenciais investidores, financiadores e outros credores nas decisões de investimento, financiamento e alocação de recursos similares.

O **Quadro 12** apresenta, por outro lado, as três principais questões divulgadas pelos organismos à luz do *exposure draft* divulgado, bem como as principais críticas,

sugestões e preocupações dos respondentes relativamente a cada uma das propostas apresentadas pelos organismos⁴⁰.

Tópico:	Questão apresentada:
1. A perspetiva da entidade	Os organismos decidiram que o relato financeiro deve ser elaborado sob a perspetiva da entidade em detrimento da perspetiva dos proprietários. Concorda com essa abordagem? Se não, por quê?
2. Grupo de utilizadores preferenciais	Os organismos decidiram identificar os atuais e potenciais investidores (<i>capital providers</i>) como o principal grupo de utilizadores preferenciais das demonstrações financeiras de propósito geral. Concorda com essa abordagem? Se não, por quê?
3. Objetivos	Os organismos decidiram que os objetivos deveriam ser suficientemente amplos para abranger todas as decisões dos investidores, financiadores e outros credores na qualidade de fornecedores de capital, incluindo as decisões de alocação de recursos, bem como as decisões tomadas para proteger e melhorar os seus investimentos. Concorda com esse objetivo? Se não, porquê? Caso contrário, apresente outro objetivo alternativo que deva ser considerado.

Quadro 12: Questões levantadas no âmbito do projeto de revisão da EC FASB-IASB.
Fonte: IASB (2008b).

Algumas das respostas obtidas pelo organismo encontram-se apresentadas nas linhas seguintes. Assim, a primeira questão, relacionada com a perspetiva da entidade, foi então divulgada como segue abaixo (IASB, 2008b):

Os organismos decidiram que o relato financeiro deve ser elaborado sob a perspetiva da entidade em detrimento da perspetiva dos proprietários. Concorda com essa abordagem? Se não, por quê?

Em resposta, a maioria dos respondentes concordaram que a entidade é distinta dos seus proprietários, aceitando, assim, a perspetiva adotada pelo organismo e fazendo notar ainda que essa abordagem já tem sido utilizada pelos organismos nas revisões normativas mais recentes. Outros, no entanto, reconheceram pela primeira vez essa abordagem, referindo ainda que os organismos não forneceram informação suficiente sobre as razões que levaram a adotar essa abordagem, em detrimento de outras.

Outros respondentes solicitaram aos organismos que clarificassem a sua posição adotada relativamente ao alinhamento da perspetiva da entidade com o interesse dos utilizadores preferenciais na capacidade da entidade na geração de fluxos de caixa.

Alguns respondentes concordaram com os organismos que a abordagem da entidade é

⁴⁰ A caracterização da amostra encontra-se divulgada no contexto da discussão dos conceitos em torno das características qualitativas da informação.

distinta de abordagem dos proprietários, argumentando também que a abordagem da empresa-mãe não deve ser abandonada, na medida em que também permite a apresentação de informação útil, tal como a apresentação de resultados por ação e a repartição do resultado líquido entre os interesses que controlam e os interesses que não controlam.

Relativamente à definição de um grupo de utilizadores preferenciais, a questão posta à discussão pública pelos organismos prendia-se com o seguinte (IASB, 2008b):

Os organismos decidiram identificar os atuais e potenciais investidores (<i>capital providers</i>) como o principal grupo de utilizadores principais das demonstrações financeiras de propósito geral. Concorda com essa abordagem? Se não, por quê?

Em algumas respostas manifestadas, os respondentes concordam na generalidade com o estabelecimento de um grupo de utilizadores preferenciais ou prioritários na perspetiva dos *capital providers* (detentores de capital, financiadores e outros credores), tendo em conta que estes utilizadores fornecem recursos para a entidade, mas não tem a capacidade de exigir às entidades informação que vá ao encontro das suas necessidades. No entanto, alguns respondentes sugerem ainda que os organismos tenham cuidado, de modo a não negligenciar o interesse de outros utilizadores, ressaltando que embora as necessidades dos *capital providers* cubram a maioria das necessidades de outros utilizadores, assim não o será na totalidade. Alguns afirmaram, designadamente, que outros utilizadores, que não fornecem recursos para a entidade, e não consideram fornecer recursos para a entidade, também utilizam as demonstrações financeiras para controlar a forma como as economias em desenvolvimento transferem recursos para os seus cidadãos.

Alguns respondentes também sugeriram que somente os investidores de capital da entidade (*equity investors*) sejam considerados como utilizadores preferenciais, tendo em conta que são estes que assumem o maior risco em caso de liquidação. Outros sugerem ainda a alteração da designação de “utilizadores preferenciais” para *stakeholders*, de modo a enfatizar essa mudança de abordagem. Outros ainda demonstraram preferência por outros termos, como *resource providers* ou *claimants*.

Outros respondentes chamam ainda a atenção para o facto de que os gestores também devem ser considerados como utilizadores, na medida em que, se a informação é relevante para os fornecedores de capital também o será para os gestores desse mesmo

capital. Além disso, as demonstrações preparadas para fins internos tendem a representar fielmente o modelo de negócio da entidade. Portanto, as demonstrações para fins internos e as demonstrações financeiras para fins externos não devem ser diferentes.

Alguns respondentes sugeriram ainda que os reguladores deveriam ser identificados como utilizadores preferenciais, referindo que a manutenção da estabilidade financeira nos mercados de capitais (a estabilidade de um país, região ou sistemas financeiros) deve ser um dos objetivos das demonstrações financeiras, sendo certo ainda que as demonstrações financeiras devem atender às necessidades dos reguladores e dos decisores responsáveis pela manutenção da estabilidade financeira.

No que diz respeito à definição dos objetivos, os organismos apresentaram a seguinte questão (IASB, 2008b):

Os organismos decidiram que os objetivos deveriam ser suficientemente amplos para abranger todas as decisões dos investidores, financiadores e outros credores na qualidade de fornecedores de capital, incluindo as decisões de alocação de recursos, bem como as decisões tomadas para proteger e melhorar os seus investimentos. Concorda com esse objetivo? Se não, porquê? Caso contrário, apresente outro objetivo alternativo que deva ser considerado.

A maioria dos respondentes concorda com a definição dos objetivos das demonstrações financeiras de propósitos gerais. Alguns respondentes sugeriram que os organismos tornassem explícita a discussão em torno da necessidade de divulgação dos riscos, referindo ainda que o termo “incerteza” é demasiado abrangente, ao passo que o “risco”, tal como referido no projeto, era identificável e passível de gestão.

Outros respondentes chamaram ainda a atenção para o facto de que a diferença entre os termos “demonstrações financeiras” e “relato financeiro” não se encontrava bem explicada. Alguns sugeriram ainda o alinhamento na definição do conceito “demonstrações financeiras de propósitos gerais” prevista no projeto da EC e na IAS 1 do IASB.

Assim, e com a revisão dessa matéria por parte dos dois organismos, no âmbito do projeto de revisão da EC FASB-IASB, o objetivo das demonstrações financeiras para finalidades gerais - designação então incorporada pelos dois organismos – inicialmente definido foi então revisto, encontrando-se desenvolvido nas linhas seguintes como sendo:

Fornecer informação financeira sobre a entidade que seja útil aos atuais e potenciais investidores, financiadores e outros credores, na tomada de decisão acerca dos recursos que fornece à entidade. Tais decisões envolvem comprar, vender ou deter instrumentos de capital próprio e de dívida, e oferecer ou liquidar empréstimos e outras formas de crédito” (IFRS Foundation, 2010b).

A abordagem da entidade em detrimento da abordagem dos proprietários foi igualmente mantida pelos organismos na versão final do documento. Por outro lado, em resposta às críticas apresentadas relativamente à existência de utilizadores preferenciais, os organismos reconhecem que há uma ampla gama de partes interessadas nas demonstrações financeiras. No entanto, mantiveram a existência de um grupo prioritário de utilizadores para existir um foco importante no estabelecimento de normas. Para os organismos, os restantes utilizadores serão bem atendidos pelas IFRS que venham a ser implementadas a partir desse quadro. Relativamente à outra questão levantada, para o IASB, muitos atuais e potenciais investidores, financiadores e outros credores não pode obrigar as entidades a emitir demonstrações e deve confiar nas demonstrações financeiras de propósitos gerais emitidas (*ibid*).

Outros potenciais utilizadores, tais como organismos reguladores, não foram definidos como utilizadores preferenciais, tendo em conta que muitas vezes estes têm o poder de exigir à entidade as informações necessárias (IFRS Foundation, 2010b). Na ótica do IASB, muitos investidores, financiadores e outros credores, potenciais e efetivos, não podem exigir que a entidade lhes ofereça relatórios diretamente para eles e devem confiar em demonstrações financeiras para finalidades gerais para grande parte de suas necessidades de informação. Consequentemente, eles são os principais usuários para quem as demonstrações financeiras para fins gerais são destinadas (*ibid*).

Ainda nesse contexto, os organismos aceitam plenamente que as demonstrações financeiras devam dar importância aos reguladores prudenciais, referindo que o objetivo refletido na EC FASB-IASB não é inconsistente com a estabilidade financeira. Nesse sentido, fornecendo informação financeira relevante e com representação fidedigna é possível melhorar a confiança dos utilizadores na informação, contribuindo, assim, para a promoção da estabilidade financeira. É importante, na ótica dos mesmos organismos, proteger a transparência e integridade das demonstrações financeiras. Em defesa, refere ainda o IASB que “mantemos um diálogo aberto com reguladores prudenciais, que consideramos muito importante. O referido diálogo ajuda-nos a identificar as áreas onde

as normas regulamentares podem diferir das normas de relato financeiro” (IFRS Foundation, 2010b).

A nova EC FASB-IASB, ainda em curso, define no seu capítulo A (Objetivos e características qualitativas) já concluído, e contrariamente à EC do IASB vigente desde 1989, utilizadores preferenciais da informação, na fase A do projeto. Entre os referidos utilizadores incluem-se os potenciais investidores, financiadores e outros credores, definidos a partir das seguintes características (*ibid*):

- Fornecem, ou consideram fornecer, recursos para a entidade; e
- Não têm o poder de obrigar a entidade a fornecer-lhes diretamente informações tendo de confiar nas demonstrações financeiras de propósitos gerais.

Na sequência da crise financeira mundial, e em particular dos seus impactos na União Europeia, o quadro de financiamento e funcionamento das PME tem estado constantemente na agenda política Europeia, de que é exemplo o “Plano de relançamento da Economia Europeia”, divulgado em 2008, e que sugere a redução da carga administrativa sobre as PME e microempresas, consistindo uma das medidas em “suprimir o requisito imposto às microempresas de elaborarem contas anuais” (Silva, 2011).

Também o “Grupo de Alto Nível de Partes Interessadas Independentes sobre Encargos Administrativos” concluiu (Julho 2008) que “muitas das obrigações contabilísticas decorrentes das diretivas contabilísticas não são necessárias”, sugerindo que a Comissão “devia propor uma modificação das regras de contabilidade e auditoria, que permita aos EM isentar as microentidades destas regras” (*ibid*).

Mais recentemente, uma Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu (2011/589 (COD)) sugeria a alteração da Diretiva 78/660/CEE relativa às contas anuais de certas formas de sociedades, no que diz respeito às microentidades, “de forma a limitar as obrigações de informação que para as microentidades da UE decorrem dos requisitos em matéria de contabilidade, a fim de (CE, 2011a):

- “Reduzir os encargos administrativos; e
- Permitir a adequação dos requisitos de informação aplicáveis às microentidades às necessidades reais dos utilizadores e responsáveis pela elaboração das contas.”

A posição do Conselho, no entanto, e embora “congratulado-se com o pedido” e “acolhendo-o positivamente” na sua maioria, veio no sentido de manutenção da obrigação de registos de contabilidade de que constassem as transações comerciais da sociedade e sua situação financeira.” Acolhendo as propostas, o Conselho introduz na Diretiva 78/660/CEE a faculdade de isenção, por parte dos Estados-Membros, de obrigações contabilísticas para entidades enquadradas no conceito de microentidades, conceito definido para as entidades que não ultrapassem, à data do Balanço, dois dos três seguintes limiares:

- Total do Balanço igual ou superior a 250.000 Euros (a proposta da Comissão apontava para 250.00 Euros);
- Volume de negócios líquido igual ou superior a 500.000 Euros (a proposta da Comissão apontava para 1.000.000 de Euros);
- Número médio de empregados durante o período igual ou superior a 10 trabalhadores.

De acordo com o Conselho, a redução destes limiares permite que as medidas de simplificação atinjam cerca de 15% mais sociedades do que a proposta da Comissão atingiria. A proposta do Conselho passa, em detrimento de uma isenção completa para as microentidades, e relativamente aos requisitos da UE em matéria de Contabilidade, pela adoção de uma série de medidas de simplificação que incluem (CE, 2011a):

- A capacidade de reduzir as informações apresentadas nas contas em conformidade com os esquemas simplificados do balanço e da demonstração dos resultados. Um Estado-Membro poderia, além disso, isentar as microentidades da obrigação de calcular os acréscimos do final do exercício e os adiantamentos relativos a certos tipos de gastos;
- A capacidade de reduzir consideravelmente as informações geralmente divulgadas no Anexo e permitir que estas informações sejam divulgadas na parte inferior do balanço;
- A possibilidade de isentar as microentidades da publicação das suas contas, desde que estas sejam apresentadas a uma autoridade competente que as conserve, pelo menos, num registo nacional.”

O Conselho propôs ainda, “para a promoção de segurança e garantia de uma maior comparabilidade entre as contas de microentidades (CE, 2011a)”, a proibição da contabilidade pelo justo valor para esta categoria de sociedades. Nesse sentido, quando

comparada com a proposta da Comissão, a posição do Conselho continuaria “a impor um certo número de obrigações contabilísticas ao nível da UE, incluindo, por exemplo, as regras gerais de mensuração, os esquemas obrigatórios do balanço e da conta de ganhos e perdas, bem como os requisitos mínimos de transparência.” Em conclusão, o Conselho adotou a sua posição em primeira leitura por maioria qualificada, alterando, no entanto, a proposta da Comissão em grande medida, especialmente quanto à definição de microentidades.

No mesmo sentido, o Conselho manteve, no essencial, a proposta da Comissão, que consistia em dar aos Estados-Membros a possibilidade de isentarem as microentidades de um número considerável de obrigações contabilísticas onerosas ao nível da UE. Assim, se a proposta da Comissão visava permitir uma isenção total, a posição do Conselho veio a restringi-la a um número pré-definido de áreas que não impedem progressos significativos no sentido da simplificação. Por conseguinte, “a Comissão considera que pode apoiar a posição do Conselho. Tendo em conta o parecer do Parlamento Europeu em primeira leitura, a Comissão compromete-se a facilitar a negociação interinstitucional para alcançar um compromisso aceitável para ambos os colegisladores.” (CE, 2011a).

Frequentemente, a Contabilidade das entidades de menores dimensões é vista como um custo que deve ser, na medida do possível, eliminado, em benefício de um maior dinamismo e do crescimento de tais entidades no contexto europeu. É precisamente nesse âmbito, e em linha com as propostas anteriormente apresentadas, que surge a Diretiva 2012/6/UE, de 14 de Março, do Parlamento Europeu e do Conselho, que altera a Diretiva 78/660/CEE do Conselho, relativa às contas anuais de certas formas de sociedades, no que diz respeito às microentidades.

À luz da referida Diretiva, a contabilidade foi identificada como “um dos domínios essenciais em que a carga administrativa que recai sobre as empresas da União pode ser reduzida” ou ainda, “A publicação de contas anuais pode representar um encargo pesado para as microentidades”. A mesma Diretiva estabelece, assim, que os Estados-Membros sejam autorizados a:

(...) isentar as microentidades dos requisitos gerais de publicação, desde que as informações do balanço sejam devidamente depositadas, de acordo com a legislação nacional, junto de pelo menos uma autoridade competente designada e

que as informações sejam transmitidas ao registo comercial, para que seja possível obter uma cópia mediante pedido.

Outro aspeto não descurado no documento prende-se com a mensuração baseada no justo valor, estabelecendo a Diretiva que:

(...) os Estados-Membros não poderão autorizar ou exigir que as microentidades que beneficiam das isenções previstas na presente diretiva utilizem a base de mensuração pelo justo valor na elaboração das suas contas.

Para o efeito, o conceito de microentidades estabelecido na mesma Diretiva prende-se com os limiares seguintes (entidades que não ultrapassem dois dos três limiares previstos), diferentes, por seu turno, dos estabelecidos na Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu (2009/0035 (COD)):

- Total do balanço: 350 000 Euros;
- Volume de negócios líquido: 700 000 Euros;
- Número médio de empregados durante o exercício: 10.

Por fim, e relativamente às demonstrações financeiras a apresentar, a referida Diretiva aponta apenas para a apresentação de um Balanço e uma Demonstração dos Resultados sintéticos (simplificados), além de um Anexo, que pode ser apresentado em nota de rodapé do balanço.

Na sequência da referida Diretiva 2012/6/UE anteriormente referida, e específica para as microentidades, surge ainda mais recentemente a Diretiva 2013/34/UE, de 26 de Junho, do Parlamento Europeu e do Conselho, que altera a Diretiva 2006/43/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e revoga as Diretivas 78/660/CEE e 83/349/CEE do Conselho, relativa às contas anuais, consolidadas e relatórios conexos de certas formas de sociedades. A Diretiva 2013/34/UE atua no mesmo sentido de “evitar encargos administrativos desproporcionados” para as empresas, mantendo a classificação relativa à dimensão empresarial baseada nos mesmos três indicadores (entidades que não ultrapassem os limites de dois dos três critérios seguintes) já previstos na Recomendação 2003/361/CE⁴¹ (total do ativo, do volume de negócios e número de trabalhadores), alterando no entanto os limiares ali estabelecidos.

⁴¹ Os referidos critérios serão apresentados mais adiante (Quadro 15).

Além da manutenção do conceito de microentidades estabelecido na Diretiva 2012/6/UE, a recente Diretiva estabelece ainda o conceito de pequenas, médias e grandes empresas, para efeitos de elaboração de contas em base individual, bem como o conceito de grupos médios e grandes grupos para efeitos dos critérios relativos à apresentação de contas consolidadas.

O **Quadro 13** sintetiza os critérios identificados na Diretiva 2013/34/UE, de 26 de Junho, relativos à classificação em termos da dimensão empresarial (entidades que não ultrapassem dois dos três limiares previstos).

Categoria	N.º de Trabalhadores	Volume de Negócios	Ativo total
Microempresa	< = 10	< = 700.000 Euros	< = 350.000 Euros
Pequena empresa	< = 50	< = 8 Milhões de Euros	< = 4 Milhões de Euros
Média empresa	< = 250	< = 40 Milhões de Euros	< = 20 Milhões de Euros
Grande empresa	Empresas que excedam os limiares previstos para as médias empresas (dois dos três limiares)		

Quadro 13: Dimensão empresarial para efeitos de elaboração de contas individuais.
Fonte: Diretiva 2013/34/UE, de 26 de Junho.

Consoante a dimensão empresarial, a referida Diretiva estabelece potenciais medidas de simplificação a serem propostas pelos EM no sentido de reduzir ou mesmo eliminar os requisitos de divulgação no relatório de gestão e contas anuais em matérias relativas à apresentação das demonstrações financeiras (incluindo maiores ou menores exigências de divulgações no anexo), simplificando ainda em alguns casos os critérios relativos ao reconhecimento e a mensuração dos itens do balanço e da demonstração dos resultados.

A referida Diretiva, no entanto, desde a fase de proposta tem recebido severas críticas. Pontes (2013), designadamente, refere que os objetivos de comparabilidade referidos pela Diretiva dificilmente venha a cumprir-se, na medida em que a quantidade de opções disponíveis aos EM podem pôr em causa o cumprimento de tal intento, o que se constata de imediato pela existência de várias propostas de apresentação de balanço e de demonstração dos resultados, além de diversas considerações deixadas igualmente a cargo dos EM.

É de notar-se ainda, conforme destacado pelo mesmo autor (*ibid*), a não aceitação, no contexto da mesma Diretiva, da possibilidade de adoção das IAS/IFRS endossadas pela UE para as entidades não enquadradas no Regulamento (CE) 1.606/2002, bem como da IFRS *for* SMEs por parte das referidas entidades, sendo possível, no entanto, de manter-se algumas das disposições já previstas no contexto da legislação nacional.

A par da discussão recente em torno da implementação de normas contabilísticas, de abrangência global, vocacionadas às necessidades específicas de entidades de menor dimensão, em particular a IFRS *for* SMEs, alguns estudos têm-se centrado na perceção dos preparadores e utilizadores da informação em torno dessa nova realidade, assim como nas vantagens em termos de comparabilidade e transparência da informação reportada pelas entidades adotantes.

Milanés Montero *et al.* (2011) discutem, por outro lado, se a aplicação de normas contabilísticas destinadas às empresas de menor dimensão, nomeadamente, as PME espanholas, à luz de critérios de dimensão quantitativamente estabelecidos, e que têm em conta, regra geral, o número de trabalhadores, o volume de negócios e o total de ativos, podem causar alguns constrangimentos, relacionados com os seguintes aspetos, referidas por Moneva Abadía (1993)⁴² *apud* Milanés Montero *et al.* (2011):

- Instabilidade, derivada das sucessivas revisões dos critérios quantitativos estabelecidos;
- Arbitrariedade;
- Incertezas, que podem afetar os cálculos no seu significado relativo;
- Problemas associados ao critério do número de empregados e à inconsistência de alguns critérios.

Haller e Löffelmann (2009), analisam, na ótica das entidades bancárias alemãs, e a partir de entrevistas semiestruturadas (59 entrevistas a 32 entidades bancárias) desenvolvidas em 2008, o contributo da informação financeira em geral, e das demonstrações financeiras em particular, relativamente ao (e à qualidade do) crédito concedido aos clientes, tendo em conta as questões expostas na *exposure draft* da IFRS *for* SMEs. Consistentemente com estudos anteriores, o estudo releva que as demonstrações financeiras continuam a ser uma importante fonte de informação para as decisões de financiamento das entidades bancárias, sendo ainda favoráveis às opções

⁴² Moneva Abadía, J. (1993). El marco de la información contable de Pymes. ICAC: Madrid.

propostas no documento anteriormente referido. O estudo, adicionalmente, fornece evidência de que as decisões dos bancos, e a estrutura do acordo, são igualmente influenciados pela estrutura da entidade bancária, em termos do tamanho médio dos clientes, e a quota de clientes internacionais detida por tais entidades.

O'Regan *et al.* (2005) analisaram, no contexto das empresas (PME) do setor das tecnologias da informação e comunicações da Irlanda as culturas de governação das empresas deste sector, nomeadamente, as questões relacionadas com a composição do conselho, diretores não executivos e o papel percebido por estes da utilidade da informação financeira no processo de tomada de decisão. As empresas analisadas apresentavam um número de trabalhadores entre 10 e 251, sendo assim constituído maioritariamente por pequenas e médias empresas. Para o efeito, foi desenvolvido um questionário dirigido aos diretores financeiros a partir da seleção efetuada a 382 empresas desse segmento, tendo-se obtido uma taxa de resposta de 23% que corresponde, assim, a 88 respostas válidas. O estudo conclui que as empresas deste setor adotam estruturas e culturas semelhantes aos sectores mais tradicionais, no entanto, apresentaram evidências de que as empresas deste setor têm reconhecido positivamente os papéis e responsabilidades dos administradores não executivos. Os resultados do estudo confirmam igualmente o papel central das informações contabilísticas no processo de tomada de decisão.

Milanés Montero *et al.* (2011) identificaram ainda a existência de diversos normativos nacionais (em Espanha) e internacionais (em particular, critérios emanados da UE) que estabelecem limites quantitativos para a definição de PME, tendo igualmente encontrado estudos empíricos que, a partir da aplicação de técnicas estatísticas, sugerem o enquadramento baseado na revisão dos referidos critérios e/ou a partir da inclusão de critérios adicionais (como o valor acrescentado bruto, rendimentos de exploração, total do capital próprio *etc.*). Assim, e consoante o enquadramento identificado, e tendo em conta a utilidade da informação, os autores propõem a aplicação de normas contabilísticas para tais entidades, que vão da aplicação integral das IFRS (*full IFRS*) até a abordagem simplificada das IFRS (como a *IFRS for SMEs*), passando ainda por outras abordagens, ainda mais simplificadas, como uma contabilidade baseada no regime de caixa. Na opinião dos autores, para que a informação financeira cumpra determinadas características qualitativas, deve-se ter em conta a utilidade e o custo de produção da informação, sob pena de os requisitos exigidos não venham a ser

cumpridos. Para o referido enquadramento, os autores utilizaram um questionário dirigido a 500 PME espanholas, tendo-se obtido uma taxa de resposta de 22.5%, tendo em conta a revisão de literatura efetuada. Com base nas técnicas estatísticas *t-test* e ANOVA, os autores recomendam que na legislação emitida seja tida em conta a real atividade dessas empresas, assim como as necessidades de informação e a viabilidade económica da legislação emitida.

Arsoy e Sipahi (2008), no mesmo sentido, esboçam uma análise SWOT (*Strengths-Weaknesses-Opportunities and Threats*) em torno da adoção da IFRS *for* SMEs na Turquia. A proposta foi empiricamente analisada através da resposta obtida com base na condução de um questionário a um grupo de 482 contabilistas inscritos na Istanbul Chambers of Certified Public Accountants, tendo recebido 156 respostas válidas (correspondendo a uma taxa de resposta de 32,4%). De acordo com os autores, a Turquia é um país onde a contabilidade tem-se guiado por critérios baseados em legislação fiscal e comercial, pelo que se perspetiva uma importante mudança para o país com a introdução da referida norma, à data já em processo de adoção pela Turkish Accounting Standards Board, que passaria a estar mais de acordo, na opinião dos respondentes, com as necessidades de informação requeridas pelos utilizadores da informação das PME. No entanto, o processo de adoção implicaria alguma complexidade, tendo em conta a estrutura corporativa das PME e a falta de conhecimento acerca das IAS/IFRS.

Bertoni e Rosa (2007) também apontam a introdução da IFRS *for* SMEs como um marco significativo no contexto da harmonização contabilística, analisando os prós e contras (numa fase prévia à introdução da norma) da sua implementação, no entanto, “os benefícios para os utilizadores das demonstrações financeiras de tais entidades não são ainda suficientemente claros”. Para os autores, a extensão das IFRS para determinadas entidades, nomeadamente nas contas individuais de entidades não cotadas, em particular em países cujas práticas contabilísticas baseiam-se, em regra, na legislação comercial e fiscal, pode revelar-se problemática, implicando alterações por vezes significativas na legislação nacional dos referidos países. Ainda de acordo com os autores, a proposta da referida norma dá origem a algumas perguntas sobre as consequências da sua aplicação, especialmente na UE.

Em primeiro lugar, pode-se questionar se existe uma necessidade de comparabilidade internacional nas demonstrações financeiras das PME. O

IASB oferece vários argumentos para a harmonização neste domínio, embora nem todos pareçam igualmente persuasivos. Um dos principais benefícios da IFRS *for SMEs* resultaria em um acesso mais fácil a aplicação das full IFRS, reduzindo assim um dos obstáculos para a entrada nos mercados financeiros.

Uma vez mais, a questão do financiamento empresarial, em particular a possibilidade de recurso a outras fontes distintas do financiamento bancário, encontra-se na base das vantagens referenciadas no contexto da introdução da norma anteriormente referida (IFRS *for SMEs*). Tal facto é justificado ainda pelo papel preponderante das entidades bancárias como utilizadores da informação financeira das entidades de menor dimensão, conforme referenciado, inclusive, na *exposure draft* da IFRS *for SMEs*.

Tais argumentos não são, no entanto, consensuais. O modelo teórico desenvolvido por Baas e Schrooten (2005) conduziu os investigadores a sugerirem que há fortes argumentos para a revisão do atual modelo de conceção de normas internacionais de contabilidade específicas para as PME, na medida em que:

(...) para ser eficiente, as normas internacionais de contabilidade devem ser aplicadas a todos os tipos de empresas (...), o que levaria a uma melhoria na tomada de decisões. Quer os bancos quer as empresas seriam os beneficiários de tal mudança nesse quadro institucional.

De facto, pese os benefícios propagados pela extensão das IFRS às entidades não cotadas (ou entidades não incluídas no conceito de entidades de interesse público de acordo com o IASB, na ótica de Veerle (2005), a extensão da obrigação de conformidade com as IFRS para as entidades não cotadas poderia desencadear um problema aos negócios, na medida em que acarretaria um aumento dos custos administrativos eventualmente não suportáveis por parte das referidas entidades. Nesse sentido, a existência de normativos (nacionais e internacionais) destinados especificamente às entidades de menor dimensão parece ir ao encontro da problemática referida pelo autor.

Na ótica de Stainbank e Peebles (2006), se os preparadores e os utilizadores têm diferentes perspetivas acerca da importância das fontes de informação, os preparadores devem ser informados sobre essa discrepância, de modo a que possam responder apropriadamente.

Segundo Cole *et al.* (2009), em mais de 100 países ao redor do mundo, as denominadas entidades de interesse público⁴³ – na ótica do IASB – utilizam as IFRS, apresentando assim uma maior harmonização, o que não se verifica relativamente às restantes entidades – de que é exemplo a própria União Europeia, que não exige a adoção das IFRS a tais entidades. Um dos argumentos associados a esse facto diz respeito à existência de distintos utilizadores da informação financeira. No entanto, evidências empíricas associadas a essa afirmação são, de acordo com os autores, raras.

Tawfik (1990) refere que o relato financeiro encontra-se potencialmente direccionado aos interesses comuns dos diversos utilizadores. Nesse sentido, as diferentes necessidades dos utilizadores são satisfeitas através de demonstrações financeiras preparadas sob a condição de neutralidade. No entanto, a grande diversidade de utilizadores das demonstrações financeiras, no entanto, pode levar ao estabelecimento de diferentes necessidades de informação.

A informação contida nas demonstrações financeiras, para ser apropriada e útil, deve ser suficientemente transparente, de modo a fornecer a indicação do desempenho económico e situação financeira para os decisores, onde se incluem os investidores (Perera e Thrikawala, 2010). Os referidos autores sugerem que a evidência empírica atual indica que os investidores tendem a focar-se sobre outras informações para além das informações contabilísticas publicadas, nomeadamente informação não financeira, ganhos de capital no curto prazo, apresentando-se tendencialmente especulativos ou irracionais para eventos não usuais.

De acordo com a análise efetuada pelos mesmos autores, alguns estudos empíricos recentes sugerem que a informação prestada pela contabilidade tem perdido uma significativa relevância para os investidores nas últimas décadas (*ibid*). As evidências obtidas, no entanto, não são consensuais e prosseguem inconclusivas.

Tawfik (1990), à luz da possibilidade das diferentes necessidades existentes acerca do relato financeiro, realizou uma investigação empírica acerca da homogeneidade das necessidades informativas dos seus distintos utilizadores. O autor definiu duas hipóteses relacionadas com a necessidade de informação pelos distintos utilizadores do Reino da Arábia Saudita, bem como da satisfação das necessidades informativas dos utilizadores

⁴³ A distinção mais importante entre entidades públicas e não públicas, na ótica do IASB, diz respeito ao facto de tais entidades possuírem, ou não, respetivamente, valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado.

com base nas divulgações efetuadas nas demonstrações financeiras, partindo da premissa de não existência de diferenças significativas em torno da importância atribuída a determinados itens das demonstrações financeiras. Foi definida ainda uma terceira hipótese relacionada com o grau cumprimento das exigências de divulgação prescritas por organismos locais a partir da análise das demonstrações financeiras das entidades analisadas no estudo. A partir de um questionário e com base na análise das exigências de divulgação requeridas pelas normas nacionais e do conteúdo das demonstrações publicadas pelas entidades da Arábia Saudita. A investigação analisou distintos grupos (seis grupos) de utilizadores do Reino da Arábia Saudita, a fim de determinar a perceção da importância de 59 itens de informações financeiras e não financeiras constantes dos relatórios anuais de 26 entidades analisadas no estudo. Os resultados do estudo levaram à rejeição das hipóteses baseadas na homogeneidade das necessidades informativas dos distintos utilizadores, assim como à hipótese de que as exigências de divulgação prescritas pelas normas nacionais na Arábia Saudita satisfazem as necessidades dos utilizadores. Além disso, nem todas as entidades cumpriam os requisitos de divulgação prescritos nas normas nacionais.

Perera e Thrikawala (2010) analisaram a relevância da informação contabilística no mercado investidor acionista de bancos comerciais registados sob a *Colombo Stock Exchange*, no Sri Lanka. A relevância dos dados contabilísticos foi mensurada através de um coeficiente de correlação, bem como a análise de regressão, entre o preço de mercado por ação e dados contabilísticos, tais como o resultado por ação, a rentabilidade do capital próprio e a taxa de rendimento. Os dados analisados basearam-se na informação publicada nas demonstrações financeiras de bancos comerciais registados na *Colombo Stock Exchange* durante o período de 2006 a 2009. Os resultados encontrados pelos autores sugerem um relacionamento entre a informação contabilística e o preço de mercado por ação. Adicionalmente, o estudo indica que os investidores ainda consideram a informação contabilística contida nas demonstrações financeiras das entidades analisadas no estudo.

No mesmo sentido, Stainbank e Peebles (2006) investigaram as fontes de informação financeira que são objeto de análise por parte dos preparadores e utilizadores nas decisões de compra, detenção e venda de ações, onde se incluem os estudos conduzidos por Brenner (1971)⁴⁴, Chang e Most (1985)⁴⁵, Epstein (1975)⁴⁶, Epstein e Pava (1993)⁴⁷

⁴⁴ Brenner, V. (1971). Are annual reports being read? *The National Public Accountant*. November, 16-21.

e Hawkins e Hawkins (1985)⁴⁸. A principal questão da pesquisa dos autores dizia respeito à importância relativa das fontes de informação percebida pelos preparadores e utilizadores de modo que seja útil nas decisões de detenção, compra ou venda. A partir do questionamento anterior foi desenvolvido um novo conjunto de questões secundárias sob a ótica dos preparadores e utilizadores da informação na África do Sul acerca do grau de utilização das várias componentes do relato financeiro (anual), dos critérios qualitativos adotados na avaliação da utilidade das normas nacionais/normas internacionais de contabilidade, da importância atribuída aos organismos normalizadores e, por fim, da percepção acerca dos objetivos das normas nacionais/normas internacionais de contabilidade. Como método de recolha, os autores utilizaram um questionário baseado numa escala de *Likert* de 1 a 5 valores – do menos ao mais importante. Os resultados do estudo com base em uma amostra de 38 preparadores (gestores financeiros), e correspondendo a uma taxa de resposta de 38%, e 12 utilizadores (72 gestores de empresas de investimento) da informação financeira, equivalente a uma taxa de resposta de 17%, indicam que a principal fonte de informação utilizada pelos preparadores da informação é a consultoria dos corretores, ao passo que os utilizadores da informação preferem a comunicação com a gestão. Os preparadores apresentam a noção de que o relatório e contas é a fonte de informação mais útil, ao passo que os utilizadores dão preferência aos anúncios preliminares. Os preparadores analisam a demonstração dos resultados de modo mais completo, ao passo que os utilizadores dão preferência à demonstração dos fluxos de caixa. O estudo também apresenta informações sobre os critérios qualitativos utilizados para avaliar a utilidade das práticas contabilísticas, e alguns comentários sobre a importância do estabelecimento de normas e objetivos dos princípios contabilísticos geralmente aceites (PCGA) incorporados nas demonstrações financeiras.

Riistama e Vehmanen (2004) *apud* Veerle (2005) argumentam, no entanto, que as necessidades dos utilizadores do relato emanado das PME são diferentes das necessidades dos utilizadores de entidades de grande dimensão. Nesse sentido, e por exemplo, o valor da empresa em um qualquer ponto do tempo é menos relevante do que

⁴⁵ Chang, L. e Most, K. (1985). The perceived usefulness of financial statements for investors' decisions. Miami, Florida International University Press.

⁴⁶ Epstein, M.J. (1975). The usefulness of annual reports to corporate shareholders. *Los Angeles Bureau of Business and Economic Research*, California State University.

⁴⁷ Epstein, M. e Pava, M. (1993). The shareholder's use of corporate annual reports. London, Jai.

⁴⁸ Hawkins, D. e Hawkins, B. (1985). The effectiveness of the annual report as a communications vehicle, a digest of relevant research. Morristown, *Financial Executives Research Foundation*.

a avaliação da capacidade de geração de fluxos de caixa futuro, a rendibilidade e a liquidez.

Assim, e no contexto das entidades de menor dimensão, por outro lado, e de acordo com a revisão de literatura efetuada por Veerle (2005), é possível identificar os seguintes grupos de utilizadores principais:

- De acordo com Collis e Jarvis (2000)⁴⁹, Barker e Noonan (1996)⁵⁰ e Page (1984)⁵¹, os principais utilizadores do relato financeiro são os empregados, os gestores, os financiadores, os credores comerciais e o Estado; e
- Paolini e Demartini (1997)⁵² baseados num inquérito efetuado na Itália, identificou dois grupos de utilizadores principais, o Estado e a banca (representativos do interesse público) e os gestores.

Hussey e Hussey (1997) apontam que a banca e os diretores são os utilizadores preferenciais da informação financeira das PME. Chaveau *et al.* (1996) referem que o relato de tais entidades é mais relevante, internamente, para os gestores e externamente para a banca e os credores. De facto, os financiadores e, em particular nesse contexto, o sistema bancário, é habitualmente apontado na literatura como um dos principais interessados na informação contabilística apresentada pelas PME (e.g. Chauveau *et al.*, 1996; Collis e Jarvis, 2000; Hussey e Hussey, 1997).

A investigação em Contabilidade tem-se debruçado sobre a utilidade das demonstrações financeiras sob o ponto de vista dos utilizadores da informação e utilizando como método de recolha preferencial o questionário.

O estudo elaborado por Cole *et al.* (2009) procurou analisar as eventuais diferenças entre os utilizadores da informação financeira de entidades públicas e não públicas. A investigação analisou a resposta de 849 respondentes, concluindo que entre os principais utilizadores da informação financeira de tais entidades encontram-se, além de investidores e analistas, fornecedores, concorrentes, clientes e consultores entre os

⁴⁹ Collis, J. e Jarvis, R. (2000). How Owner-Managers Use Accounts. In Evans L. e di Pietra R. (2005). Comment on the IASB discussion paper: Preliminary views on accounting standards for small and medium-sized entities, 24p.

⁵⁰ Barker, P. e Noonan, C. (1996). Small company compliance with accounting standards, The Irish situation. Dublin city university. Business school research paper, nr. 10, 42p.

⁵¹ Page M. (1984). Corporate financial reporting and the small independent company. *Accounting and Business Research, Summer*, 271-282.

⁵² Paolini, M. e Demartini, P. (1997), Small company financial reporting, users and information needs. In Evans, L. e di Pietra, R. (2005). Comment on the IASB discussion paper: Preliminary views on accounting standards for small and medium-sized entities, 24p.

principais grupos de interessados. As entidades de interesse público do estudo encontravam-se localizadas maioritariamente na Bélgica, sendo o questionário difundido em holandês, inglês, alemão e francês, para utilizadores localizados na Bélgica, França, Holanda, Reino Unido e Alemanha entre Março e Setembro de 2008. A recolha foi obtida maioritariamente com recurso a um *link* para o acesso ao questionário introduzido pelo Banco Nacional da Bélgica (Central de Balanços da Bélgica⁵³), sendo este meio utilizado na Bélgica para consulta às demonstrações financeiras de cerca de 9.000 entidades por dia, 25% das quais de entidades de grande dimensão. Previamente à introdução do questionário, os autores entrevistaram 31 *Chief Financial Officers* (CFO) com gestores da área da Relação com Investidores de entidades belgas. O questionário foi ainda submetido a testes com analistas e membros de clubes de investidores, que foram úteis na reformulação do questionário. Os três grupos de questões analisadas estavam relacionados com os três seguintes aspetos:

- *Quem são os distintos grupos de utilizadores das demonstrações financeiras?*
- *Em que demonstrações financeiras estão mais interessados tais utilizadores?*
- *Quais são as necessidades dos utilizadores das referidas demonstrações?*

Os autores identificaram diferenças entre os utilizadores da informação no que diz respeito aos dois grupos de entidades analisadas, mas também encontraram semelhanças de interesse. A informação relacionada com o desempenho (demonstração dos resultados) é, em geral, mais consultada do que a informação relativa à posição financeira (balanço). Cerca de 50% dos utilizadores estão interessados na informação relativa aos dois grupos de entidades, apresentando diferenças não significativas relativamente à informação de interesse. Finalmente, o estudo chegou à conclusão de que os respondentes despendem, em média, apenas cerca de 15 minutos por demonstração financeira, não olha para as notas do Anexo e está interessado em demonstrações financeiras de entidades localizadas no seu país.

Cole *et al.* (2009), a partir da ampla revisão de literatura efetuada, identificaram os estudos apresentados no **Quadro 14**, que, baseados em questionários como método de recolha, analisaram a utilidade da informação financeira na ótica dos utilizadores das demonstrações financeiras.

⁵³ No original em língua inglesa, corresponde a Central balance sheet office of National Bank of Belgium.

Fonte:	Destinatários:	Respostas:	Países:
Estes (1968)	Analistas financeiros, agentes de crédito, financiadores, e executivos financeiros	338	EUA
Brenner (1970)	Acionistas, banqueiros e analistas financeiros	1.241	EUA
Baker e Haslem (1973)	Investidores	851	EUA
Chandra (1975)	Analistas financeiros	180	EUA
Lee e Tweedie (1975)	Acionistas	374	UK
Chenhall e Juchau (1977)	Acionistas	476	Austrália
Wilton e Tabb (1978)	Acionistas individuais	165	Nova Zelândia
Klaassen e Schreuder (1980)	Usuários das demonstrações financeiras	640	Holanda
Stanga e Tiller (1983)	Agentes de crédito	230	EUA
Arnold e Moizer (1984)	Analistas de investimento e de empresas	310	UK
Day (1986)	Analistas de investimento	12	UK
Choi e Levich (1991)	Analistas de investimento, investidores institucionais, emissores corporativos, subscritores de investimento e reguladores	52	UK, Alemanha, Japão, EUA e Suíça
AICPA (1994)	Investidores profissionais, credores e seus consultores	1.200	AICPA (1994)
Bhushan e Lessard (1992)	Gestores de investimento	58	UK e EUA
Vergoossen (1993)	Analistas de investimento, conselheiros, gestores de carteira e diretores/chefes de departamento	225	Holanda
Abu-Nassar e Rutherford (1996)	Investidores institucionais, agentes de crédito bancário, acadêmicos, acionistas e investidores individuais	224	Jordânia
Bartlett e Chandler (1997)	Acionistas privados	76	UK
Barker (1998)	Diretores financeiros, analistas e gestores de fundo	153	UK
Breton e Taffler (2001)	Analistas	105	UK
FASB (2002)	Analistas de empresas, gestores de fundos, analistas de crédito-mútuo e risco de crédito	56	EUA
Mirshekary e Saudagaran	Agentes de crédito bancário, funcionários do banco de investimento	245	Irão
Tan (2005)	Audidores, analistas e diretores de investimento	84	Austrália e Singapura
AICPA (2005)	3.709 respondentes dos quais 650 usuários (tais como credores e investidores) e 1.200 empresários		Principalmente EUA
Berry e Robertson (2006)	Bancários	54	UK
Sinnet e de Mesa Graziano (2006)	Preparadores, bancários comerciais e de investimento	18	EUA
PriceWaterhouseCoopers (2006)	Gestores de fundos de investimento	187	EUA
KPMG (2007)	Diretores de investimento, gestores de fundos e analistas	44	UK
Institute of Chartered Accountants in England e Wales (2007)	Investidores, preparadores e auditores	354	EUA
PriceWaterhouseCoopers (2007)	Investidores e analistas	262	UK, Canadá, Alemanha, EUA, Austrália e França
International Federation of Accountants (IFAC) (2008)	Utilizadores, acadêmicos, preparadores, auditores, reguladores e normalizadores	341 (45 utilizadores)	Global

Quadro 14: Estudos relativos à utilidade da informação.
Fonte: Cole et al. (2009).

Serrasqueiro e Nunes (2004) analisaram, em Portugal, a utilidade da informação contabilística nas decisões estratégicas (abarcando as decisões de investimento, financiamento e distribuição de dividendos) e operacionais (relacionadas com as decisões de gestão corrente), tendo como ponto de partida o facto de a Contabilidade ser efetuada na própria empresa ou por um gabinete de Contabilidade/Consultoria externa, efetuando-se para o efeito uma análise de diferenças ANOVA. A partir de um questionário conduzido aos gestores/proprietários das PME de Castelo Branco com menos de 50 trabalhadores. Num primeiro grupo de questões, obtiveram-se informações acerca da empresa e do empresário/gestor, assim como se a contabilidade era feita na própria empresa ou externamente. Num segundo grupo, procurou-se verificar a importância da informação contabilística nas decisões financeiras, através de uma escala de *Likert* de 1- nada importante a 5 – muito importante. Foram obtidas 66 respostas, resultando em uma taxa de resposta de cerca de 22%. Os resultados evidenciaram que os proprietários/gestores atribuem uma maior importância à informação contabilística no contexto das decisões de investimento e operacionais, comparativamente com as decisões de financiamento e distribuição de dividendos. Constatou-se ainda que, quando a contabilidade é feita na própria empresa, os empresários/gestores atribuem maior importância à informação contabilística em ambas as vertentes, nas decisões estratégicas e nas decisões operacionais.

O próximo ponto analisa as questões relacionadas com a assimetria informacional no contexto específico das PME.

2.2. As PME e a assimetria informacional

Sloan (2001, p. 342)⁵⁴ *apud* Lima (2009) refere a existência de três linhas de investigação relacionada com a divulgação da informação e os seus impactos. A primeira diz respeito à qualidade da informação e o custo do capital, a segunda com os mecanismos de controlo do processo de relato financeiro, incluindo a qualidade da auditoria e relações com a estrutura de governação, e a terceira, por fim, diz respeito às deficiências do processo de divulgação, incluindo a gestão e manipulação dos resultados.

No que diz respeito à primeira linha de investigação, a literatura tem associado o nível de divulgação das empresas ao custo do capital próprio e alheio, identificando uma

⁵⁴ Sloan, R. (2001). Financial accounting and corporate governance: a discussion. *Journal of Accounting and Economics*, **32**, 335-347.

relação negativa entre os referidos elementos, embora por razões distintas (Botosan, 1997; Botosan e Plumlee, 2001; Chen *et al.*, 2003; Diamond e Verrecchia, 1991).

Botosan (1997), designadamente, analisou dados de 122 empresas do setor da indústria durante o ano de 1990, identificando, com base em análise de regressão e a partir de um índice do nível de divulgação voluntária criado para o efeito, uma associação entre a maior quantidade de informação divulgada e o custo do capital, calculado a partir do indicador beta do custo do capital próprio.

A literatura relacionada com o custo do capital alheio, por seu turno, resulta já de um novo direcionamento das análises do custo do capital próprio às empresas não cotadas, onde se incluem a generalidade das PME, sendo ainda incipientes (Lima, 2009; Mazundar e Sengupta, 2005; Sengupta, 1998).

Associada à utilidade da informação financeira, a investigação relativa ao tema é reveladora dos problemas de assimetria de informação relacionados, designadamente, com o financiamento das PME, tendo em conta o reconhecimento de um risco agravado, entre outras coisas, pela atribuição de má qualidade à informação financeira reportada por tais entidades.

O problema da assimetria da informação identifica-se com a diferença de informação existente entre duas partes relacionadas em uma transação económica, especialmente no mercado financeiro. A informação de menor qualidade é habitualmente associada às entidades de menor dimensão, o que provoca, por sua vez, um aumento dos custos de financiamento. Na ótica de Stadler e Castilho (1997) a teoria da sinalização encontra-se intimamente relacionada com a seleção adversa, na medida em que responde pelo envio de sinais observáveis do agente ao principal.

Berger e Udell (1998) referem que as empresas mais jovens e de menor dimensão não têm a mesma visibilidade das empresas mais antigas e de maior dimensão, estando por isso mais sujeitas aos problemas de assimetria de informação, tornando-se assim mais dependentes de recursos internos e financiamentos informais.

De acordo com Baas e Schrooten (2005), os intermediários financeiros necessitam de informação (fiável) que lhes permita tomar decisões sobre a viabilidade de um projeto, sendo que esta informação nem sempre está disponível, especialmente no que diz respeito às PME, que “usualmente não são obrigadas a usar técnicas contabilísticas sofisticadas e divulgar publicamente os seus balanços”. Além disso, os gestores das

PME também “não têm grande incentivo em investir em práticas de apresentação de informação mais detalhada”. Os mesmos investigadores analisaram ainda o efeito do relacionamento bancário de longo prazo sobre o custo da dívida, concluindo que o referido relacionamento, por vezes, apresenta mais vantagens para o sistema bancário do que para as empresas.

Barumwete e Karimunda (2007) discutem a forma como os bancos analisam as demonstrações financeiras no contexto da concessão do crédito e, adicionalmente, analisam que tipo de informação contida nas demonstrações financeiras tem maior relevância nesse processo, a partir de entrevistas aos três maiores bancos que operam em Umeå, na Suécia. Os autores concluíram que a informação financeira assume um importante papel no processo de concessão do crédito às PME, particularmente quando se trata de avaliar a capacidade de liquidação da dívida e o controlo da estabilidade financeira. Ainda assim, há outros fatores que desempenham um papel de relevante destaque, nomeadamente, a forma como o financiamento concedido será utilizado.

Wattanaputtipaisan (2003), no âmbito da Association of Southeast Asian Nations, destaca que as PME, pese o seu significado socioeconómico, encontram-se comprometidas pelas restrições impostas pelo setor financeiro. Tal facto leva a que a participação das PME na captação e disponibilização de recursos financeiros apresente-se desproporcionalmente menor do que sua importância na contribuição para o emprego e o valor acrescentado. O artigo apresenta propostas, do lado da procura, para a resolução dos problemas de financiamento da através da divulgação mais sistemática da informação financeira e de aspetos relativos à governação e o melhor planeamento dos negócios por parte das PME. Do lado da oferta, devem ser desenvolvidos esforços no sentido de uma maior confiança nos sistemas de informação de crédito e determinação do risco das PME.

Alves e Moreira (2009), designadamente, referem que, no contexto das pequenas e médias empresas portuguesas, dada a elevada dependência do sistema bancário para a obtenção de financiamento a curto prazo, “a informação financeira de qualidade não só pode ter efeitos sobre o custo do dinheiro mas também sobre o próprio acesso ao financiamento”. Por outro lado, dado o risco de manipulação dos resultados, as entidades que concedem crédito tendem a analisar com mais cuidado a informação financeira, no sentido da minimização da assimetria de informação.

Matias (2009) também identifica problemas relacionados à assimetria de informação no contexto das pequenas e médias empresas, referindo que as avaliações ao risco de crédito geram potencialmente baixas classificações em termos de *rating*, dado o elevado risco percebido pelas instituições, em função da maior vulnerabilidade das pequenas e médias empresas a “alterações adversas na evolvente externa”, comparativamente com as empresas de maior dimensão. Os elevados encargos financeiros suportados por estas conduzem assim à uma redução da rendibilidade (e de competitividade) esperada, surgindo novas dificuldades na concessão futura de crédito e de melhores condições de financiamento futuras, com agravamento da situação económico-financeira e ocasionando o que o autor aponta como sendo o “ciclo vicioso do financiamento das PME”. A assimetria de informação gera, segundo o mesmo autor, problemas de seleção adversa no contexto da concessão de crédito (*ex-ante*) e do risco moral na fase de acompanhamento (*ex-post*). No primeiro caso, o aumento do risco apresenta dos efeitos opostos em termos de rendibilidade esperada da instituição, tendo em conta que o aumento da taxa de juros aumenta a rendibilidade, no caso do cumprimento do serviço da dívida, ou a reduz, no caso de incumprimento, podendo mesmo dar-se o caso de que, a partir de um determinado valor, o aumento da taxa de juro conduza à redução da rendibilidade esperada e, conseqüentemente, do incentivo ao seu aumento. O segundo manifesta-se após a concessão, pela impossibilidade de controlo das ações dos tomadores de crédito, tendo em conta que as elevadas taxas de juros têm influência na decisão dos projetos que os proponentes pretendem realizar, assumindo estes, eventualmente, projetos com um nível de risco mais elevado, que permitam cumprir o serviço da dívida.

O autor aponta ainda que os problemas relativos à assimetria informacional conduzem, em geral, à opção de financiamento bancário e, em particular, de curto prazo e com taxas relativamente elevadas – tendo em conta a perceção pelos bancos do elevado risco de crédito associado às PME. De acordo com o mesmo autor, a apresentação de informação de qualidade, isto é, fiável, credível, objetiva e quantificável tem sido apontada como uma das soluções à redução da assimetria informacional, reduzindo a perceção do risco por parte do concedente do financiamento, mas que também pela passa pela existência e incentivos a fontes alternativas (ao crédito bancário) de financiamento empresarial “enquadrados nas estratégias de crescimento e modernização das micro e pequenas empresas” (*ibid*).

A **Figura 14** ilustra a relação referida pelo autor relativamente aos problemas da assimetria informação no contexto das PME.

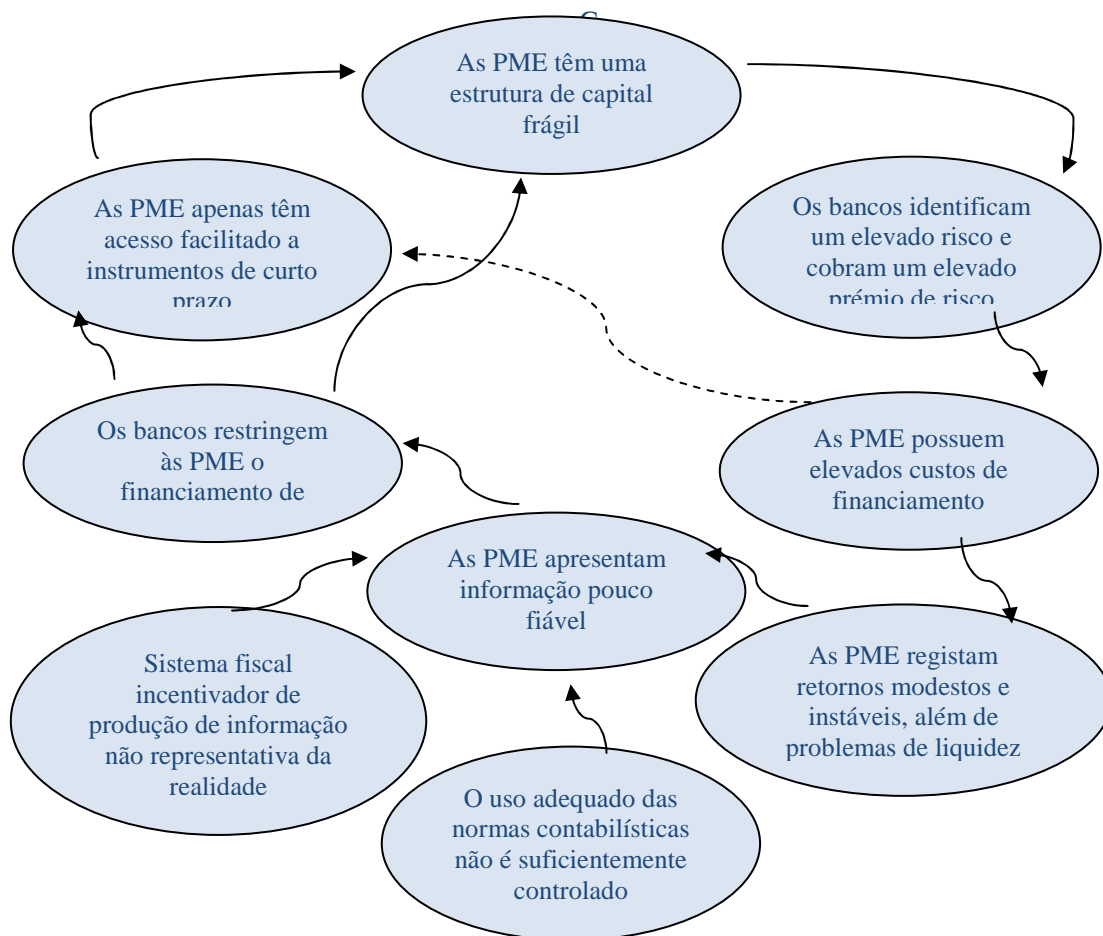


Figura 14: O ciclo vicioso do financiamento das PME.

Fonte: Matias (2009).

Fernandes (2008) corrobora esse ponto de vista, ressaltando que a divulgação de informação pode atuar como um mecanismo de redução da assimetria da informação, “na medida em que aproxima os investidores dos gestores no conhecimento sobre o valor das empresas.” Ressalta, no entanto, que a redução da assimetria apenas se revela efetivamente se a informação financeira for útil, isto é, refletir as características qualitativas da informação financeira (*ibid*).

Como possíveis soluções para a minimização do risco moral apontadas por Houben (2002), assim como para problema da seleção adversa na ótica da entidade financiadora, passam pelo envolvimento no processo de participação (gestão conjunta) entre o financiado e a fonte financiadora, pelo processo de operações estruturadas entre a dívida e o capital (nos quais um ou mais investidores aportam capital conjugando parcela de

capital alinhada ao financiamento de parte do projeto através de dívida) e por processos de financiamento por estágios (nos quais, após o aporte original do primeiro investidor de capital de risco e a realização de parte do projeto previsto, outro investidor de capital de risco aporta novo capital, revisando os procedimentos de análise e alinhando-se ao primeiro investidor nas atividades de monitorização).

De acordo com Pereira (2009b), são as diferenças na intensidade dos problemas de informação que podem explicar porque determinadas entidades, ainda que de menor dimensão, recorrem a financiamento externo junto a fontes como *business angels* e sociedades de capital de risco, ao passo que outras empresas, “informacionalmente mais transparentes”, recorrem mais a financiamento externo junto de bancos, instituições financeiras e credores comerciais, tendo em conta que são entidades “que não as monitorizam e que fundamentam as suas decisões em peças informacionais padronizadas nas quais depositam a sua confiança.”

A última consideração atrás referida encontra-se em linha com os resultados identificados por Carmo *et al.* (2011a) e Noguer e Muñoz (2007), relativamente à perceção da qualidade dos *accruals* por parte do sistema bancário português e espanhol, respetivamente.

Carmo *et al.* (2011a), no entanto, analisaram a relação entre a qualidade dos *accruals* e o custo do financiamento, a partir de uma amostra de empresas portuguesas não cotadas em bolsa (PME). De acordo com os autores, a investigação relacionada com o tema tem tido origem sobretudo em países de influência Anglo-saxónica e tendo por base as empresas cotadas que se financiam no mercado de capitais, a partir dos quais se tem obtido evidência de que as empresas com *accruals* de melhor qualidade beneficiam de um menor custo do financiamento. Os autores utilizaram, assim, as medidas da qualidade dos *accruals* utilizadas nos modelos desenvolvidos por Dechow e Dichev (2002)⁵⁵ e McNichols (2002)⁵⁶. Os resultados identificados, a partir de uma amostra de 12.561 PME portuguesas durante o período de 2001 a 2006, e com base em análise de regressão, apresentavam-se em linha com as evidências referidas por Noguer e Muñoz (2007) no contexto espanhol, segundo o qual a qualidade dos *accruals* apenas influencia o custo do financiamento de empresas de grande dimensão (no contexto português,

⁵⁵ Dechow, P. e Dichev, I. (2002). The Quality of Accruals and Earnings, The role of accrual estimation errors. *Accounting Review*, 77, 35.

⁵⁶ McNichols, M. (2002). Discussion of the quality of accruals and earnings, The role of accrual estimation errors. *Accounting Review*, 77, 61.

apenas para as empresas com um ativo médio superior a 20 milhões de euros). Tal resultado corrobora, assim, segundo os autores, a ideia de que, “relativamente a empresas de menor dimensão, os bancos não refletem nas taxas de juro o risco subjacente à menor qualidade dos *accruals*.”

O estudo desenvolvido por Noguera e Muñoz (2007), a partir de uma amostra de empresas da Espanha, um país, tal como Portugal, do tipo *code-law*, indicava, de facto, que esta relação não se verificava em empresas de menor dimensão, cujo financiamento era obtido fundamentalmente através do financiamento bancário.

Moro *et al.* (2010) destacam os problemas associados à capacidade de apresentação de informação financeira de qualidade por parte das PME nos seguintes termos:

(...) tendo em conta a existência de um património oculto sob a forma de garantia pessoal fornecida por proprietários, as demonstrações financeiras apresentam-se ainda mais limitadas na capacidade de quantificação do capital próprio, não sendo por isso uma variável importante nos estudos acerca das estruturas de capital. Muitos empresários, além de não saber o valor de seu património, muitas vezes são incapazes de fornecer capital adicional e não estão dispostos a recorrer a fontes externas que diluem o capital, a propriedade e o controlo.

Os autores ressaltam ainda o facto de que os estudos associados ao financiamento empresarial têm-se centrado em empresas com facilidade de acesso ao mercado de capitais, não sendo este o caso das PME, que apresentam constrangimentos nessa matéria, argumentando ainda que (*ibid*):

(...) o capital próprio, embora teoricamente definido como o valor presente dos fluxos de caixa líquidos atribuíveis aos proprietários de capital, em geral, não é quantificável, tendo em conta que o valor de mercado não está disponível e as demonstrações financeiras – por razões contabilísticas – pode ser uma *proxy* relativamente pobre, ainda que os organismos normalizadores tenham desenvolvido esforços no sentido de melhorar a informação financeira nesse sentido.

Nesse mesmo sentido, Berger e Udell (1998) referem que o grau de opacidade da informação financeira é a característica que mais justifica as diferenças entre o financiamento das PME e empresas de maior dimensão, e que por vezes é

indevidamente associada à teoria do *pecking order*. No entanto, é a impossibilidade de obtenção de financiamento externo que, por vezes, justifica a opção por recursos internos por parte de tais entidades.

A próxima parte desta investigação aborda especificamente as questões associadas ao financiamento empresarial no contexto das PME.

3. As PME e o financiamento empresarial

A significativa importância das PME na Economia dos países da União Europeia parece indiscutível, dada a composição maioritária destas em termos da composição do tecido empresarial. Portugal não é exceção nesse contexto, onde as PME representam mais de 99% das sociedades não financeiras nacionais (Banco de Portugal: 2012a, 2012c).

As preocupações mais recentes da Comissão Europeia no contexto da atual crise financeira e económica em alguns países europeus, têm incidido, em particular, sobre as fontes de financiamento disponíveis às PME (CE, 2011a).

As PME têm características que as distinguem das entidades de grande dimensão empresarial, destacando-se, de acordo com Russo (2005), os seguintes aspetos:

- Nas PME, os gestores confundem-se com os sócios/acionistas;
- As PME apresentam, em geral, uma estrutura hierárquica e organizacional simples, com pouca ou nenhuma delegação de poderes de decisão por parte do(s) dirigente(s);
- No contexto das PME, predominam as empresas não cotadas de capital fechado;
- O poder negocial das PME é geralmente reduzido perante a Banca, mas também perante fornecedores e clientes de grande dimensão (caso das multinacionais fornecedoras de matérias primas, dos clientes da grande distribuição e da indústria automóvel).
- No contexto das PME é predominante a falta de informação pública e a existência de informação financeira não auditada, sendo certo, no entanto, que para empresas de média dimensão existe já a obrigatoriedade de Certificação das suas Contas;
- As PME dependem normalmente de uma ou de algumas “*key person*”, fundamentais para a continuidade e sucesso das empresas. Muitas vezes essa “*key person*” é o próprio empresário;
- A área de operação das PME é predominantemente regional ou nacional, contudo, no contexto atual de globalização económica, muitas estão a iniciar ou a reforçar a sua internacionalização.

O financiamento das PME é uma questão que está no centro da agenda política europeia e, mais especificamente, também no debate político nacional, em particular, no atual contexto de crise económica. Evidência disso apresentam-se, designadamente, as linhas

de crédito lançadas pelo Governo Português, no montante de 1.500 milhões de Euros, como incentivo ao financiamento (bancário) das PME, ainda no princípio do ano de 2012 e na sequência do pedido de resgate de Portugal à *troika*⁵⁷. Segundo o Ministro da Economia e do Emprego, Álvaro Santos Pereira, a medida pretende dar "resposta imediata às dificuldades das PME, que visa, sobretudo, possibilitar o crédito a muitas empresas que não têm acesso ao mercado neste momento" (IONLINE, 2012a). Outros dos objetivos referidos pelo Ministro consiste em ajudar "as empresas a tornarem-se mais competitivas e a economia mais dinâmica e competitiva." (*ibid*).

As fontes de financiamento empresarial disponíveis às PME incluem, além das fontes tradicionais – nomeadamente, o financiamento através de créditos comerciais ou bancário, o financiamento através dos recursos dos atuais sócios/acionistas ou o financiamento proveniente da retenção de lucro (autofinanciamento) – a captação de recursos através de fontes externas de capital próprio, onde se incluem:

- **O *Public equity***, a entrada em mercado de capitais não regulamentados, como o Alternext (da Euronext), que, apesar de inaugurado em 2005, ainda não conta com a participação de uma única empresa nacional;
- **O *Private equity***, a aceitação de outras fontes de financiamento externo, distintas das fontes tradicionais (financiamento bancário), designadamente, as Sociedades de Capital de Risco (SCR) e Investidores de Capital de Risco (ICR).

Estas últimas fontes, no entanto, encontram, em geral, maior resistência à sua aceitação por parte dos gestores/proprietários⁵⁸ das PME, em virtude de fatores de diversas origens, nomeadamente, o fator cultural (AECA: 2011). Apesar das vantagens habitualmente referidas à entrada das PME no mercado de capitais ou o financiamento através do capital de risco, que incluem a diversificação das fontes de financiamento, , conjuntamente com a existência de fatores legais e técnicos impeditivos da entrada nesse mercado – fatores culturais podem apresentar-se como uma primeira barreira à aceitação das referidas fontes, menos tradicionais no contexto dos países que não tem origem anglo-saxónica (*ibid*).

⁵⁷ Palavra de origem russa que designa um comité composto por três membros. A referida designação popularizou-se em Portugal a partir da formação da equipa responsável pelo resgate financeiro ao país, composta pelo Fundo Monetário Internacional, Banco Central Europeu e Comissão Europeia.

⁵⁸ A utilização indistinta nesse contexto da terminologia gestores/proprietários tem em conta o facto de, nas generalidades das PME, a função de gestor coincidir com a detenção da propriedade do capital por parte do mesmo.

Um estudo realizado em Espanha, com base em entrevistas realizadas a CEO (*Chief Executive Officer*) de 837 empresas, e direcionado à identificação dos fatores que estão por trás da maior ou menor aceitação do Mercado Alternativo Bursátil (MAB)⁵⁹ deixa patente alguns aspetos culturais que estão por trás da maior ou menor aderência das empresas a essa nova fonte de financiamento. Entre os referidos aspetos foi possível destacar elementos característicos de opções mais conservadoras no contexto das principais barreiras ou desvantagens à cotização no MAB, nomeadamente, a perda de controlo da sociedade, a turbulência dos mercados financeiros, a resistência à mudança por parte dos proprietários. Ressalve-se ainda que, segmentando a amostra, verifica-se que, para as empresas familiares, a perda de controlo é a barreira mais importante, seguindo-se-lhe a resistência a mudança; ao passo que para as não familiares é a turbulência dos mercados financeiros, em primeiro lugar, e a perda de controlo, em segundo, ao passo que a análise efetuada em termos de setor de atividade não revelou diferenças estatísticas significativas (*ibid*).

Constatações similares têm sido obtidas no contexto da resistência das PME à obtenção de financiamento com base em *private equity*, indicando como principal resistência a atitude conservadora, relacionada com a resistência à entrada de outros membros na gestão da entidade (Baldi, 2007).

Os estudos relacionados com as teorias do financiamento empresarial têm procurado, por um lado, explicações acerca da estrutura do financiamento empresarial e, por outro, das opções que estão na base das escolhas dos gestores e proprietários relativamente às fontes de financiamento disponíveis. Os referidos estudos incluem análises relativas à estrutura ótima do capital de acordo com os desenvolvimentos teóricos propostos por Modigliani e Miller (1963), que incluem a teoria da imunização, a análise relativa à fiscalidade e os custos de falência (o *trade-off*), a teoria do *pecking order*, os problemas de agência, bem como aos problemas relacionados com a sinalização e as assimetrias informacionais (Berger e Udell, 1998; DeAngelo e Masulis, 1980; Jensen, 1986; Jensen e Meckling, 1976; Kim, 1978; Kraus e Litzenberger, 1973; Leland e Pyle, 1977; Miller, 1977; Myers, 1977; Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984; Ross, 1977; Scott, 1976; Stulz, 1990; Stadler e Castilho, 1997).

⁵⁹ Segmento alternativo da Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), homóloga em Espanha da CMVM portuguesa – e destinado a “empresas de reduzida capitalização que procurem expandir-se, com uma regulamentação à medida, desenhada especificamente para elas, assim como custos e processos adaptados a suas características”.

As teorias relativas à imunização, à fiscalidade e aos custos de falência (Kraus e Litzenberger, 1973; Modigliani e Miller, 1963; Ross, 1977; Scott, 1976) concentram-se na identificação de uma estrutura ótima de capital, baseando-se fundamentalmente no pressuposto da adoção de critérios fundamentalmente racionais nas decisões dos agentes económicos.

A teoria da agência concentra-se na complexidade da estrutura empresarial e dos seus diversos intervenientes, nomeadamente, dos seus gestores, proprietários do capital e credores, relações que podem provocar conflitos que se repercutem no valor da empresa, isto é, afetando as suas decisões de investimento e financiamento (Jensen e Meckling, 1976). Os seus efeitos apresentam-se, assim, distintos, consoante a estrutura de governação das sociedades.

As teorias que têm por base os efeitos da assimetria da informação relacionam-se com o processo de detenção e prestação da informação, bem como da perceção da qualidade da informação prestada, seja sob a ótica das entidades que necessitam de financiamento e das entidades que concedem o financiamento, seja da relação entre os gestores e os detentores de capital e dos seus efeitos na maturidade da dívida (Diamond, 1991; Harris e Raviv, 1991; Leland e Pyle, 1977; Ross, 1977).

A teoria do *pecking order*, inicialmente desenvolvida por Myers e Majluf (1984) e complementada por Myers (1984), insere-se nesse contexto tendo por base a opção por um tipo de financiamento em detrimento de outra, isto é, ao estabelecimento de uma hierarquia entre as fontes de financiamento disponíveis. A referida teoria tem o mérito de assumir motivações que não se baseiam estritamente em critérios estritamente racionais nas decisões de financiamento que não derivam dos problemas de agência destacados por Jensen e Meckling (1976). Destaque-se, nesse sentido, que a teoria do *pecking order* tem obtido maior consenso na análise das opções de financiamento das empresas nacionais (Bastos e Ramalho, 2011; Fernandes *et al.*, 2010; Rebelo, 2003; Ramalho e Silva, 2009; Serrasqueiro, 2000; Silva Junior, 2012; Vieira e Novo, 2010).

Outros estudos têm aliado os contributos anteriores à explicação da estrutura de capital com base no ciclo de vida das empresas e as diferentes necessidades de financiamento ao longo dos diferentes estágios (Ang, 1991; Berger e Udell, 1998; Scott e Bruce, 1987; Churchill e Lewis, 1983; Gibb e Davies, 1990; Rebelo, 2003; Serrasqueiro, 2000).

Novos desenvolvimentos teóricos têm-se concentrado na percepção dos fatores subjetivos associados às opções de financiamento, analisados, nomeadamente, no âmbito das Finanças Comportamentais, bem como no contexto da definição de estratégias competitivas e concorrenciais. Um contributo importante nesse contexto prende-se com o trabalho de Barton e Gordon (1987), através do reconhecimento dos fatores subjetivos e motivacionais inseridos na perspetiva estratégica, revisitando a teoria do *pecking order* iniciada por Myers (1984) através da consideração das fontes preferenciais de financiamento empresarial.

Outros desenvolvimentos teóricos incidem ainda sobre a análise da influência da cultura nacional na determinação da estrutura de capital, incluindo nesse âmbito a análise acerca das opções de financiamento das empresas e a maturidade da dívida (Antonczyk *et al.*, 2010, 2011; Chui *et al.*, 2002; Gleason *et al.*, 2000; Rihab e Lofti, 2011), e utilizando em tais estudos variáveis relativas às dimensões culturais propostas, designadamente, por Hofstede (1980) e Schwartz (1992, 1994).

Os resultados de tais estudos têm-se revelado bastante satisfatórios, demonstrando que a análise da cultura e de outros fatores cognitivos na explicação do comportamento das empresas em torno das decisões de financiamento não deve ser descurado pelos investigadores, sugerindo a necessidade de realização de estudos no âmbito de cada país através de análises que extrapolem a abordagem tradicional de divisão dos países em torno de classificações pré-estabelecidas, como os países pertencentes ao eixo anglo-saxónico (e.g. Chui *et al.*, 2002; Rihab e Lofti, 2011).

3.1. Caracterização e enquadramento das PME

Em termos europeus, a Recomendação 2003/361/CE da Comissão, de 6 de Maio de 2003, com efeitos válidos a partir de 1 de Janeiro de 2005, vem estabelecer um novo conceito de micro, pequenas e médias empresas, em substituição a uma anterior recomendação, datada de 1996, a Recomendação 1996/280/CE da Comissão, de 3 de Abril. A definição constante da referida Recomendação resultou, de acordo com documento publicado pela Comissão, de amplos debates entre a Comissão, os Estados-Membros, as organizações empresariais e especialistas do mundo empresarial, bem como de duas consultas abertas na Internet, além de ser mais eficaz no enquadramento, uma vez que tem em conta os vários tipos de relações entre empresas (CE, 2006). Outra das preocupações referidas no mesmo documento (CE, 2006) diz respeito às

preocupações relativas ao acesso ao financiamento por parte das PME, particularmente pela falta de garantias exigidas pelos mutuantes tradicionais. A proposta passou, então, por facilitar o financiamento das PME através de condições privilegiadas a determinados investidores, tais como os fundos regionais, sociedades de capital de risco e investidores providenciais (*business angels*⁶⁰).

A definição adotada em Portugal para as PME (micro, pequenas e médias empresas) decorre da classificação expressa pelo Decreto-Lei n.º 372/2007, de 6 de Novembro, que adota, por sua vez, a Recomendação 2003/361/CE da Comissão, de 6 de Maio de 2003. A partir da leitura do referido Decreto-Lei, tais entidades são incluídas em cada categoria consoante os limites que se apresentam no **Quadro 15**.

Categoria	N.º de Trabalhadores	Volume de Negócios	Ativo total
PME	< = 250	< = 50 Milhões de Euros	< = 43 Milhões de Euros
Microempresa	< = 10	< = 2 Milhões de Euros	< = 2 Milhões de Euros
Pequena Empresa	< = 50	< = 10 Milhões de Euros	< = 10 Milhões de Euros
Média empresa	As PME que não forem micro ou pequenas empresas		

Quadro 15: Conceito de PME.

Fonte: Decreto-Lei n.º 372/2007, de 6 de Novembro.

Assim, e de acordo com o referido Decreto-Lei n.º 372/2007, uma empresa é classificada como micro, pequena ou média empresa (PME) quando emprega menos de 250 trabalhadores e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros. A classificação que se encontra patenteada no referido Decreto-Lei está em linha com a definição estabelecida a nível comunitário, através da Recomendação 2003/361/CE da Comissão, de 6 de Maio de 2003, que prescreve uma delimitação sobretudo mais transparente, tendo em conta a classificação das PME em cada uma das categorias anteriormente não relevadas pelos normativos nacionais⁶¹.

⁶⁰ De acordo com o mesmo documento, *business angels* podem ser definidos como pessoas singulares ou grupos de pessoas singulares que tenham uma atividade regular de investimento em capital de risco e que invistam fundos próprios em empresas não cotadas na bolsa (conforme prescrito na alínea a) do n.º 2 do artigo 3.º do anexo à Recomendação 2003/361/CE relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas).

⁶¹ Importa mencionar que o Decreto-Lei n.º 372/2007 substituiu a definição de PME prevista na legislação nacional através dos Despachos Normativos n.º 52/87 e n.º 38/88 e Aviso constante do DR n.º 102/93, Série III, onde se incluíam as empresas que, cumulativamente, empregassem até 500 trabalhadores (600, no

Refira-se que os referidos limites têm de se verificar cumulativamente entre o número de trabalhadores e o volume de negócios ou entre o número de trabalhadores e o ativo total. Note-se ainda que para efeitos de enquadramento em cada um dos critérios de dimensão apresentados, são tidos em conta, ainda, a existência de relações entre empresas, sendo adicionados ao indicador em causa os montantes identificados com as entidades relacionadas (empresas parceiras e associadas), a jusante ou a montante da relação. Note-se que antes de ser classificada como uma PME, uma entidade deve ser considerada uma empresa. Segundo a definição estabelecida na Recomendação, entende-se por empresa “qualquer entidade que, independentemente da sua forma jurídica, exerce uma atividade económica”. De acordo com a CE (2006), “a formulação não é nova — recorre à terminologia utilizada pelo Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias nos seus acórdãos.”

A inclusão formal da nova definição de PME na recomendação demarca claramente o seu âmbito de aplicação. Assim, os trabalhadores independentes, as sociedades familiares, as parcerias e as associações que exercem regularmente uma atividade económica podem ser considerados empresas.”

Assim, o que determina o conceito de empresa, mais do que a sua forma jurídica, é o exercício de uma atividade económica. Distintamente, as sociedades não financeiras nacionais, sendo igualmente empresas (um conjunto de entidades incluídas no âmbito deste conceito, por sua vez mais amplo), como setor económico institucional, carecem de uma definição jurídica estabelecida, por seu turno, no Código das Sociedades Comerciais (CSC).

O anexo deste diploma contém ainda as definições de “empresa autónoma”, “empresa associada” e “empresas parceiras”. Designadamente, o conceito de empresa parceira, sintetizado na **Figura 15** e estabelecido na Recomendação decorre, por sua vez, da detenção de uma participação igual ou superior a 25% do capital (ou dos direitos de voto) de outra empresa (sozinha ou em conjunto com uma ou várias empresas) e/ou ser detida, por essa mesma percentagem, por outra(s) empresa(s), sendo que tais limite não podem exceder 50% (caso em que se passa a estar abrangido pelo conceito de empresas associadas).

caso de trabalho por turnos regulares), não ultrapassassem 11 971 149 Euros de vendas anuais; e não possuíssem nem fossem possuídas em mais de 50% por outra empresa que ultrapassasse qualquer dos limites definidos nos §§ anteriores. Esta definição tinha como principal deficiência o facto de não distinguir, de entre as PME, os conceitos de micro, pequenas e médias empresas.

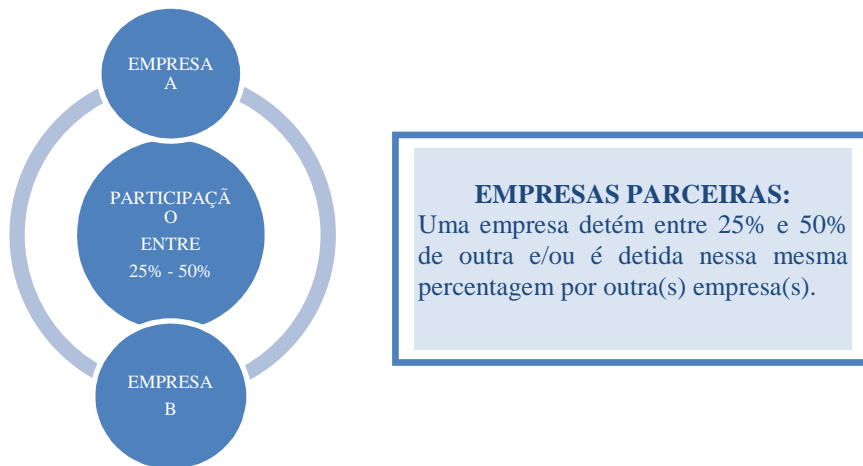


Figura 15: Definição de empresas parceiras.
Fonte: CE (2006).

A definição de empresas associadas, por sua vez sintetizada na **Figura 16**, decorre da existência de uma das quaisquer relações referidas nas linhas seguintes:

- A detenção da maioria dos direitos de voto dos acionistas ou sócios de outra empresa;
- Uma empresa tem o direito de nomear ou exonerar a maioria dos membros do órgão de administração, de direção ou de controlo de outra empresa;
- Uma empresa tem o direito de exercer influência dominante sobre outra empresa por força de um contrato ou por força de uma cláusula prevista nos estatutos desta última empresa; e
- Uma empresa controla sozinha, por força de um acordo, a maioria dos direitos de voto dos acionistas ou sócios de outra.

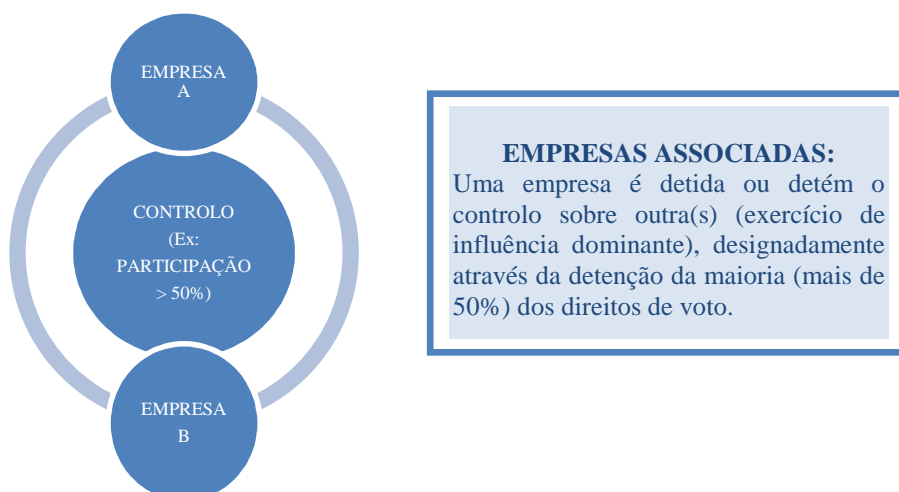


Figura 16: Definição de empresas associadas.
Fonte: CE (2006).

Assim, e em síntese, a verificação da autonomia de uma empresa (empresas que não são parceiras ou associadas), sintetizada na **Figura 17**, decorre da existência de limites inferiores aos 25% de participação anteriormente referidos e ao facto de não cumprirem quaisquer dos outros requisitos relativamente à identificação de empresas associadas, sendo estabelecido ao limite de 25% algumas exceções, que levam a que o mesmo possa ser ultrapassado em função da natureza dos seguintes investidores:

- Sociedades públicas de participação, sociedades de capital de risco e investidores providenciais (*business angels*);
- Universidades ou centros de investigação sem fins lucrativos;
- Investidores institucionais, incluindo fundos de desenvolvimento regional; e
- Autoridades locais e autónomas com um orçamento anual inferior a 10 milhões de euros e com menos de 5 000 habitantes.

As referidas entidades, no entanto, não podem deter participações superiores a 50% nem estarem associados entre si. Ressalve-se ainda a possibilidade de manutenção do conceito de empresa autónoma no contexto da existência de vários investidores de uma mesma empresa com participações inferiores a 25%, desde que os referidos investidores não estejam associados entre si.



Figura 17: Definição de empresas autónomas.
Fonte: CE (2006).

A agregação é proporcional à percentagem de participação no capital ou de direitos de voto (a mais alta destas duas percentagens). Tratando-se de participação cruzada, é aplicável a mais alta das referidas percentagens. Para estes indicadores devem juntar-se

100% dos dados de eventuais empresas direta ou indiretamente associadas à empresa considerada, que não tenham sido retomados por consolidação nas contas.

3.1.1. Caracterização das PME em termos europeus

No contexto da União Europeia (Eurostat, 2011) a 25 Estados-Membros (UE-25), os dados mais recentes, relativos ao ano de 2008, indicam que 99,8% das empresas não financeiras são PME, respondendo por dois em cada três empregos gerados e por cerca de 57,6% do volume de negócios. No âmbito do mesmo universo, 92% das empresas são classificadas como microempresas, embora a importância se veja reduzida em termos do número de pessoas ao serviço e do volume de negócios (29% e 21,8%, respetivamente). A mesma fonte revela ainda que “a importância relativa das PME é particularmente elevada em países do sul da Europa, onde se incluem a Itália, Portugal e Espanha”. Conforme é possível identificar no **Quadro 16**, as grandes empresas representam apenas 0,2% do mesmo universo.

Indicadores,	Dimensão				
	Micro	Pequena	Média	PME	Grandes
Número de empresas	92,0%	6,8%	1,1%	99,8%	0,2%
Número de pessoas ao serviço	30,0%	20,7%	16,7%	67,5%	32,5%
Volume de negócios	18,7%	19,1%	19,9%	57,6%	42,4%

Quadro 16: As PME por dimensão na UE-25 (2008), em percentagem.
Fonte: Eurostat (2011).

Em termos setoriais, verifica-se a partir do **Quadro 17** que as empresas dos setores da indústria extrativa, eletricidade, gás e água apresentam mais de 1% das suas empresas classificadas como grandes, apresentando os mesmos sectores a maior proporção de médias empresas (entre 4,3% e 6,5%). Note-se, no entanto, que os referidos setores são os menos representativos em termos do total, com um peso relativo de apenas 0,1% e 0,2%, respetivamente.

Em número de empresas,	Dimensão					Total
	Micro	Pequena	Média	PME	Grandes	
Empresas não financeiras	92,0%	6,8%	1,1%	99,8%	0,2%	
Indústrias extrativas	71,5%	23,3%	4,3%	99,0%	1,0%	0,1%
Indústria, exceto extrativas	81,2%	14,6%	3,5%	99,2%	0,8%	11,4%
Eletricidade, gás e água	79,6%	11,2%	6,5%	97,3%	2,7%	0,2%
Construção	91,6%	7,6%	0,8%	99,9%	0,1%	14,7%
Comércio por grosso e a retalho e reparação	93,6%	5,6%	0,7%	99,9%	0,1%	30,8%
Alojamento e restauração	91,0%	8,3%	0,6%	99,9%	0,1%	8,4%
Transportes e armazenagem, informação e comunicação	91,1%	7,3%	1,3%	99,7%	0,3%	6,0%
Atividades imobiliárias, administração e dos serviços de apoio	95,2%	3,9%	0,7%	99,8%	0,2%	28,5%

Quadro 17: As PME por dimensão e setor de atividade na UE-25 (2008), em percentagem.
Fonte: Eurostat (2011).

Ressalve-se que o peso das microempresas no conjunto das PME é o mais expressivo em qualquer dos setores em análise, sendo a participação das pequenas e médias empresas mais significativo no âmbito dos mesmos setores já referidos (indústrias extrativas e eletricidade, gás e água).

Os gráficos seguintes apresentam informação relativa a três indicadores de caracterização, nomeadamente, e por essa ordem, número de empresas, número de pessoas ao serviço e volume de negócios, o enquadramento das PME, em termos gerais, e das microempresas, em particular, numa análise apresentada em termos setoriais.

Em termos de número de empresas, ressalve-se que as microempresas e as PME estão particularmente concentradas no setor do comércio (com 6,2 e 5,8 milhões de microempresas e PME não financeiras, respetivamente), seguido das atividades imobiliárias, administrativas e dos serviços de apoio (com 5,4 e 5,7 milhões de microempresas e PME não financeiras, respetivamente), sendo, por outro lado, as indústrias extrativas e a eletricidade, gás e água pouco expressivas nesse contexto, contrariamente ao que se verifica em termos das empresas de maior dimensão, conforme é possível observar na **Figura 18**.

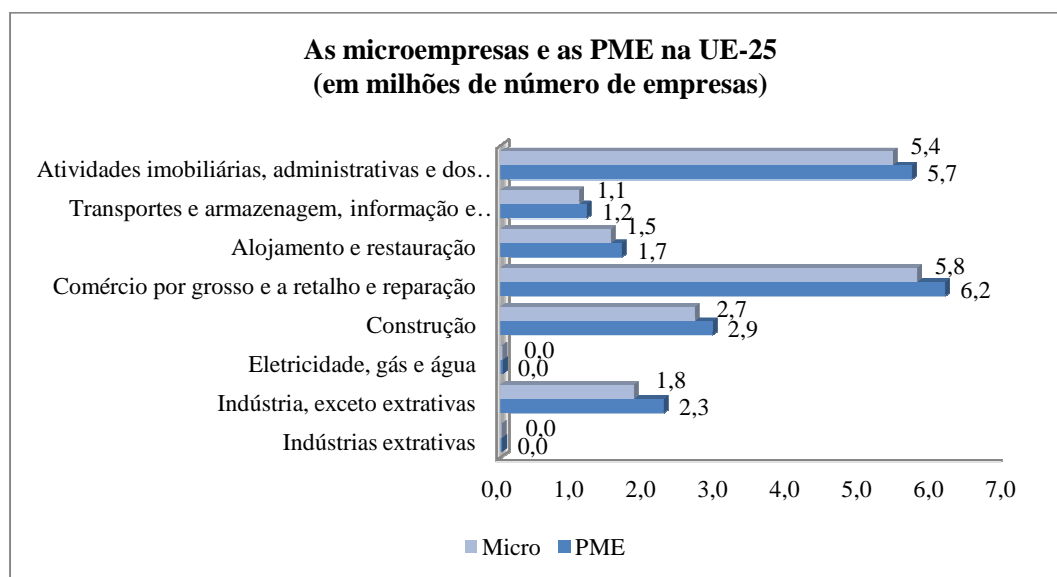


Figura 18: As microempresas e as PME na UE-25 (2008), em milhões de empresas.
Fonte: Eurostat (2011).

No contexto do número de pessoas ao serviço, e tendo em conta as PME, é possível observar na **Figura 19** que o setor do comércio mantém a liderança (com 12,2 e 22,6 milhões de pessoas ao serviço nas microempresas e PME não financeiras, respetivamente), seguindo-se-lhe os sectores da indústria (exceto extrativas), das

atividades imobiliárias, administrativas e dos serviços de apoio e a construção, mantendo-se a reduzida expressão das indústrias extrativas e da eletricidade, gás e água.

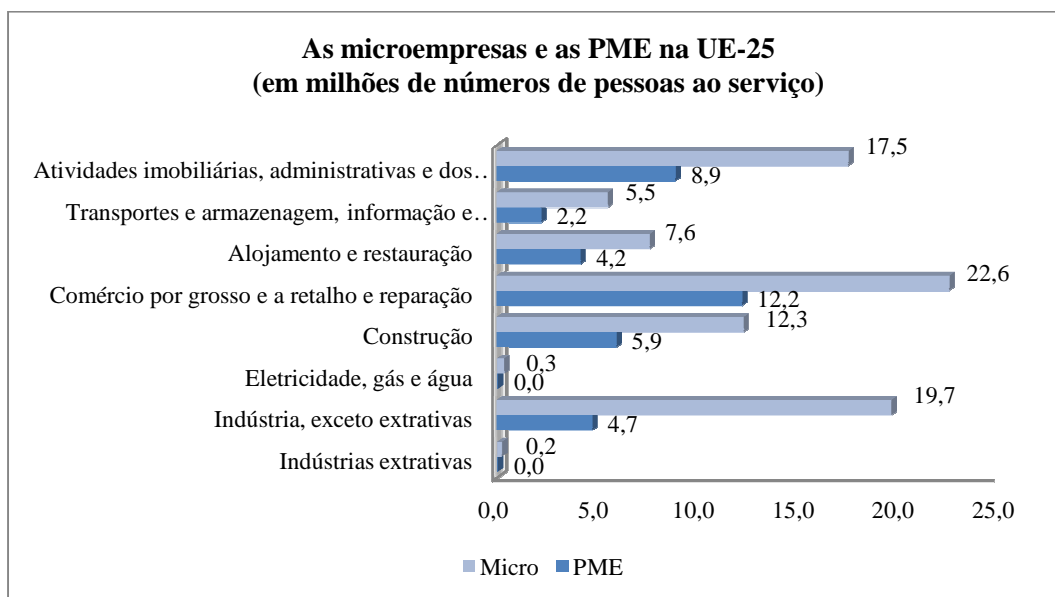


Figura 19: As PME em número de pessoas ao serviço na UE-25 (2008), em milhões.
Fonte: Eurostat (2011).

Note-se, no entanto, que a posição setorial identificada relativamente ao número de pessoas ao serviço para a da indústria (exceto extrativas), as atividades imobiliárias, administrativas e dos serviços de apoio e a construção apresenta-se ligeiramente divergente neste último indicador (número de pessoas ao serviço) numa análise comparativa em termos das PME como um todo e as microempresas.

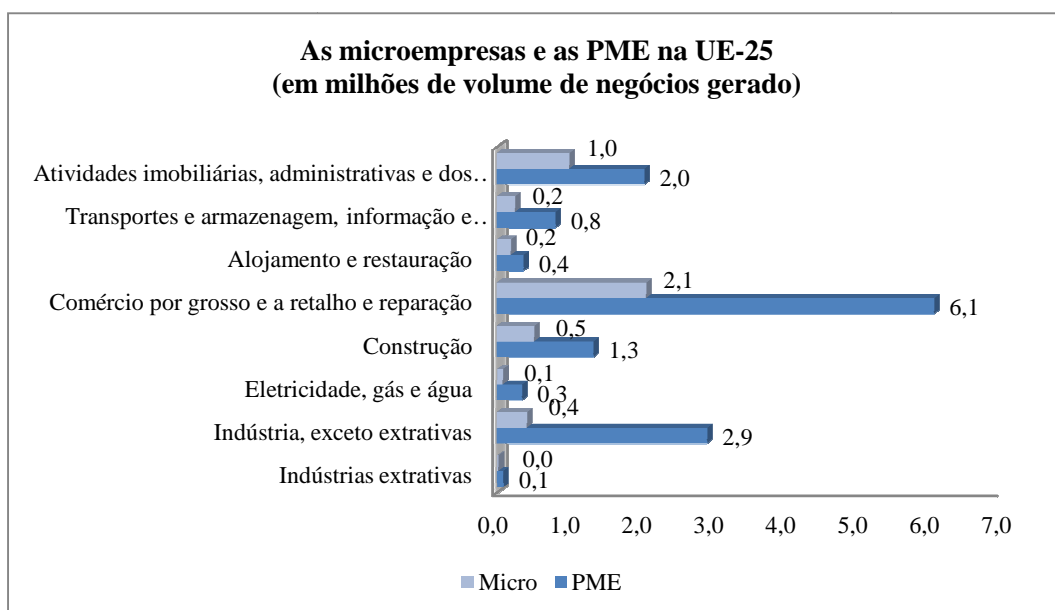


Figura 20: As PME em volume de negócios na UE-25 (2008), em milhões.
Fonte: Eurostat (2011).

Por fim, o volume de negócios, como um dos indicadores de caracterização da dimensão, ilustrado na **Figura 20**, identifica-se uma vez mais o setor do Comércio (com 2,1 e 6,1 milhões de volume de negócios gerados nas microempresas e PME não financeiras, respetivamente) como o mais representativo em termos quer das microempresas quer das PME. Seguem-se os setores da Indústria (exceto extrativas), as atividades imobiliárias, administrativas e dos serviços de apoio e a construção, apresentando-se, tal como no caso do número de pessoas ao serviço, divergências em termos de posição relativa numa análise entre as PME e as microempresas.

3.1.2. As PME no contexto das sociedades não financeiras nacionais

A informação publicada pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) no anuário Empresas em Portugal revela, no mesmo sentido, a significativa importância das PME na economia nacional, conforme evidenciado no **Quadro 18**.

	Empresas			Pessoal ao serviço			Volume de negócios		
	N.º		Tx.Var 10/11 (%)	N.º		Tx.Var 10/11 (%)	10 ³ Euros		Tx.Var 10/11 (%)
	2010	2011		2010	2011		2010	2011	
Total	1 168 964	1 136 697	-2,8	3 960 734	3 850 591	-2,8	401 261 320	389 814 078	-2,9
PME	1 167 811	1 135 537	-2,8	3 071 709	2 978 383	-3,0	219 964 288	208 201 757	-5,3
Grandes	1 153	1 160	0,6	889 025	872 208	-1,9	181 297 032	181 612 321	0,2

Quadro 18: Principais indicadores das empresas em Portugal.

Fonte: INE (2013).

A partir do referido quadro, constata-se que as PME respondem, tendo como referência o ano de 2011, por cerca de 99,9% das empresas constituintes do tecido empresarial nacional, respondendo ainda por 77% do número de pessoas ao serviço, importância que se reduz, no entanto, em termos do volume de negócios gerado, pelo qual identifica-se uma importância em torno de 53% do total do volume de negócios gerado pelas empresas nacionais.

Refira-se, no entanto, que a informação anteriormente apresentada diz respeito ao total das empresas que constituem o tecido empresarial nacional, que incluem os empresários em nome individual e as sociedades não financeiras nacionais, constituindo estas últimas apenas cerca de 32% do total das empresas nacionais, embora respondam por 77% e 96% do total das empresas em termos dos indicadores número de pessoas ao serviço e volume de negócios, respetivamente (INE: 2011).

A informação obtida a partir da Central de Balanços do Banco de Portugal permite, por sua vez, a obtenção de informação mais específica relativamente às sociedades não financeiras nacionais objeto deste estudo, quer em termos dos principais indicadores de atividade económica quer em termos de desagregação em termos de classes de dimensão e setores de atividade económica.

No contexto nacional, de acordo com um estudo divulgado pelo Banco de Portugal, e com base em dados da Central de Balanços⁶² relativos a 2010 e 2011, destacam-se os seguintes elementos relativos especificamente às sociedades não financeiras portuguesas, tendo por base uma análise efetuada tendo em conta a dimensão, setor de atividade empresarial, localização geográfica, natureza jurídica e maturidade (Banco de Portugal: 2010, 2012a, 2012b, 2012c):

- O universo de sociedades não financeiras nacionais apresenta-se constituído, em 2011, por cerca de 370 mil sociedades, constituído na sua maioria por PME (99,7%), embora as grandes empresas, minoritárias nesse conjunto, respondam por 29% do número de pessoas ao serviço e 43% do volume de negócios;
- O setor dos Outros Serviços⁶³ apresenta-se no mesmo ano como o setor mais importante em termos de número de empresas, com cerca de 170 mil sociedades, seguindo-se-lhe o Comércio, com cerca de 100 mil. Em termos de número de empresas destacam-se ainda as Indústrias transformadoras e a Construção;
- Em termos do Volume de Negócios, os maiores contributos em 2011 identificam-se nos setores do Comércio (38%), seguido da Indústria (24%) e dos Outros Serviços (23%);
- Em termos de localização geográfica, observa-se uma grande concentração das sedes sociais nos distritos de Lisboa e Porto;
- Quanto à natureza jurídica, ressalta-se a significativa importância das sociedades por quotas (com mais de 90%), seguindo-se-lhes as sociedades anónimas (com cerca de 6%);

⁶² A Central de Balanços do Banco de Portugal é uma base de dados com informação económica e financeira sobre as SNF em Portugal. A informação baseia-se nos dados contabilísticos anuais (Central de Balanços Anual) comunicados no âmbito da Informação Empresarial Simplificada (IES) e nos dados contabilísticos trimestrais (Central de Balanços Trimestral) reportados pelas empresas através do Inquérito Trimestral às Empresas Não Financeiras (ITENF). Os dados anuais cobrem a quase totalidade das SNF e os dados trimestrais cobrem cerca de três mil empresas, representativas de 40% do volume de negócios do setor.

⁶³ Corresponde às secções H a S, com exceção das Secções K e O da CAE Rev. 3.

- Relativamente à maturidade, constata-se que cerca de 57% das sociedades não financeiras nacionais foram constituídas há menos de 10 anos. Note-se, no entanto, que as empresas com maior maturidade respondem por cerca de 65% do número de pessoas ao serviço e 71% do volume de negócios. As grandes empresas sobrevivem por mais anos, tendo em conta que 75% sobrevive ao fim de dezanove anos de atividade. Na análise desse mesmo período, o setor do comércio é o que apresenta menor resistência, tendo em conta que apenas 28% das empresas desse segmento mantêm-se em atividade ao fim desse período.

A importância das sociedades não financeiras nacionais revela-se ainda no elevado contributo para a geração do valor acrescentado bruto nacional, contribuindo com cerca de 54% para o total, em linha com os dados apontados pela União Europeia (57%).

O **Quadro 19**, por sua vez, apresenta – tendo em conta a apresentação em termos das três secções mais relevantes e a partir dos três indicadores anteriores – a distribuição relativa à dimensão do universo das sociedades não financeiras nacionais, destacando-se a preponderância das PME em termos de quaisquer dos indicadores em análise, à exceção do volume de negócios no que diz respeito especificamente às Indústrias transformadoras, cujo maior contributo advém das grandes empresas.

Secção da CAE Rev. 3	Nº de empresas (em % do total)			Nº de pessoas ao serviço (em % do total)			Volume de negócios (em % do total)		
	PME, exceto Micro	Micro	Grandes	PME, exceto Micro	Micro	Grandes	PME, exceto Micro	Micro	Grandes
Universo das SNF	11,6%	88,1%	0,3%	43,6%	26,3%	30,0%	40,3%	14,5%	45,2%
C – Indústrias transformadoras	29,8%	69,4%	0,8%	63,8%	13,7%	22,4%	43,5%	5,4%	51,1%
F – Construção	13,9%	85,9%	0,2%	50,3%	31,8%	17,8%	44,7%	17,4%	37,9%
G – Comércio	10,0%	89,8%	0,2%	40,4%	35,7%	23,8%	41,8%	18,1%	40,1%

Quadro 19: Distribuição sectorial por dimensão.
Fonte: Banco de Portugal (2012b).

Constata-se o significativo contributo das PME (54,8%) para a geração do volume de negócios nacional, sendo mesmo superior ao contributo das grandes empresas (45,2%). No entanto, destaque-se que as grandes empresas integram apenas cerca 0,3% das sociedades não financeiras nacionais, sendo responsáveis por 30% do número de pessoas ao serviço.

O **Quadro 20** apresenta a distribuição sectorial das sociedades não financeiras nacionais em termos de três indicadores, nomeadamente o número de empresas, o número de pessoas ao serviço e o volume de negócios. Com base no referido quadro, é possível ainda confirmar a maior importância relativa dos setores do comércio, indústria e construção.

Secção da CAE - Rev. 3	Nº de empresas (% do total)		Nº de pessoas ao serviço (% do total)		Volume de negócios (% do total)	
	2009	2000	2009	2000	2009	2000
G - Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis...	27,6%	31,9%	21,3%	21,7%	37,7%	39,7%
C - Indústrias transformadoras	11,3%	14,0%	23,5%	34,4%	20,9%	25,7%
F - Construção	13,5%	11,7%	13,4%	10,7%	10,2%	8,9%
H - Transportes e armazenagem	5,4%	5,0%	5,6%	5,7%	5,2%	3,8%
D - Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	0,2%	0,1%	0,3%	0,6%	5,0%	3,2%
J - Atividades de informação e de comunicação	2,1%	1,8%	2,4%	2,2%	4,3%	5,2%
M - Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	9,1%	7,4%	4,4%	3,2%	3,7%	2,8%
N - Atividades administrativas e dos serviços de apoio	3,3%	2,8%	9,3%	6,4%	3,0%	3,9%
Q - Atividades de saúde humana e apoio social	4,2%	3,2%	5,6%	2,5%	2,8%	0,8%
I - Alojamento, restauração e similares	8,8%	9,6%	7,0%	6,3%	2,3%	1,9%
L - Atividades imobiliárias	6,8%	5,3%	1,2%	1,2%	1,8%	1,8%
A - Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	2,6%	2,7%	1,5%	1,6%	0,9%	0,8%
E - Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de ...	0,3%	0,2%	1,0%	0,6%	0,8%	0,3%
R - Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas	1,1%	0,8%	0,6%	0,5%	0,5%	0,3%
B - Indústrias extrativas	0,3%	0,3%	0,4%	0,6%	0,4%	0,4%
P - Educação	1,2%	1,1%	1,3%	1,3%	0,3%	0,3%
S - Outras atividades de serviço	2,3%	2,2%	1,1%	0,7%	0,3%	0,2%

Quadro 20: Distribuição sectorial das sociedades não financeiras nacionais.
Fonte: Banco de Portugal (2010).

Dados mais recentes extraídos dos Quadros do Setor da Central de Balanços do Banco de Portugal (Banco de Portugal, 2012c), na componente multidimensional do *BPstat*⁶⁴ na Internet, permitem a obtenção de informação ainda mais precisa relativamente ao universo das sociedades não financeiras nacionais tendo em conta as seguintes classes de dimensão, microempresas, pequenas empresas, médias empresas e grandes empresas.

⁶⁴ O *BPstat* corresponde a um sistema de acesso online através da Internet à Base de Dados Estatística Interactiva do Banco de Portugal, possibilitando a difusão de estatísticas relevantes sobre a economia portuguesa. O seu objetivo principal consiste em facultar um acesso fácil e célere às séries estatísticas produzidas pelo Banco de Portugal e aos principais dados estatísticos e indicadores económicos da responsabilidade de outras instituições. São colocadas à disposição dos utilizadores deste serviço diversas funcionalidades e modalidades de exploração da informação estatística. Fonte: <http://www.bportugal.pt/EstatisticasWEB/%28S%28cjanr45znw4umzotxgna2m%29%29/Default.aspx>

Assim, tendo em conta os indicadores de síntese (valores médios) identificados no **Quadro 21**, observa-se que, em 2011, o número de trabalhadores ao serviço, em média, pelas microempresas situa-se em 2 trabalhadores; nas pequenas empresas, em 18 trabalhadores; nas médias empresas, ligeiramente abaixo de 90 trabalhadores e, por fim, de pouco mais de 750 trabalhadores no caso das grandes empresas.

Indicadores de síntese	Microempresas		Pequenas empresas		Médias empresas		Grandes empresas	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Total de ativo	586.485,86	512.280,09	2.247.040,46	2.251.801,80	17.091.891,18	16.221.128,13	181.467.240,77	189.664.405,77
Capital próprio	241.273,52	201.989,73	654.291,35	643.441,01	4.882.305,96	4.448.657,09	58.749.778,47	60.558.950,41
Volume de negócios	164.092,29	149.369,42	1.737.267,84	1.721.159,93	11.784.531,03	11.849.403,32	134.688.462,00	139.070.659,47
Total de rendimentos	190.338,03	170.093,79	1.795.376,34	1.799.955,13	12.463.732,69	12.596.006,91	150.099.705,15	149.608.030,27
VAB	37.351,54	33.205,12	427.082,80	410.807,87	2.880.496,85	2.778.330,80	31.367.243,94	30.601.991,74
RLP	7.780,17	-2.572,74	21.513,69	-16.465,08	278.181,10	132.293,14	12.637.570,87	5.981.554,80
Exportações	11.070,22	11.730,32	196.258,53	223.587,50	2.162.291,98	2.417.578,82	34.810.410,58	39.019.426,43
Importações	11.782,11	11.208,33	232.204,16	228.038,08	2.302.040,35	2.433.375,05	40.422.082,46	43.148.874,03
NPS	2	2	18	18	87	88	737	757
Rendibilidade dos Capitais Próprios (%)	3,23	-1,27	3,29	-2,56	5,7	2,97	21,51	9,88

Quadro 21: Indicadores de síntese.
Fonte: Banco de Portugal (2012c).

No que diz respeito ao total de ativo e ao volume de negócios, para o ano de 2011 as microempresas apresentam valores médios na ordem de, respetivamente, 500 e 150 mil euros; as pequenas empresas apresentam, por sua vez, valores médios de 2,2 e 1,7 milhões de euros, respetivamente; para as médias empresas identificam-se os montantes de 16 e 12 milhões de euros, respetivamente; e, por fim, as grandes empresas, apresentam para os mesmos indicadores valores médios de, respetivamente, 190 de euros e 140 milhões de euros, respetivamente.

É possível identificar, nesse sentido, relativamente aos três indicadores anteriormente mencionados, nomeadamente, número de trabalhadores, total de ativo e volume de negócios, que as PME nacionais (no setor institucional das sociedades não financeiras) encontram-se em níveis bastante inferiores, em termos médios, dos limites máximos definidos em termos europeus para o enquadramento de tais entidades.

Relativamente à maturidade, e tendo em conta a distribuição por volume de negócios, constata-se através do **Quadro 22** que são as sociedades não financeiras com maturidade superior a 10 anos que produzem o maior volume de negócios, aumentando o contributo para o total em função da dimensão da entidade.

2010								
Em VN	Microempresas		Pequenas empresas		Médias empresas		Grandes empresas	
Até 5 anos	131.266,39	30,31%	1.334.703,61	14,96%	9.069.632,93	9,82%	127.401.976,56	11,31%
De 6 a 10 anos	167.396,96	24,58%	1.559.767,43	18,45%	10.913.461,40	12,85%	145.967.400,24	14,29%
Mais de 10 anos	194.722,75	45,11%	1.928.843,16	66,58%	12.421.789,76	77,32%	133.866.238,47	74,40%

2011								
Em VN	Microempresas		Pequenas empresas		Médias empresas		Grandes empresas	
Até 5 anos	117.145,52	29,70%	1.344.736,45	14,39%	9.592.994,89	9,83%	131.849.000,70	11,40%
De 6 a 10 anos	155.895,25	23,85%	1.494.402,66	17,24%	10.470.035,47	12,00%	113.113.394,35	9,39%
Mais de 10 anos	176.638,65	46,45%	1.906.469,17	68,37%	12.470.399,82	78,17%	144.127.004,95	79,21%

Quadro 22: Distribuição por volume de negócios em função da maturidade.
Fonte: Banco de Portugal (2012c).

Tendo em conta o número de empresas em função do mesmo indicador, maturidade, observa-se igualmente a partir do **Quadro 23** que a maior percentagem do número de empresas identifica-se na maturidade de nível superior (a mais de dez anos), particularmente no caso das grandes empresas.

2010								
Em nº de empresas	Microempresas		Pequenas empresas		Médias empresas		Grandes empresas	
Até 5 anos	117.975	37,89%	7.692	19,48%	766	12,76%	127	11,96%
De 6 a 10 anos	75.007	24,09%	8.114	20,55%	833	13,88%	140	13,18%
Mais de 10 anos	118.349	38,01%	23.679	59,97%	4.402	73,35%	795	74,86%

2011								
Em nº de empresas	Microempresas		Pequenas empresas		Médias empresas		Grandes empresas	
Até 5 anos	120.473	37,87%	6.780	18,42%	681	12,14%	124	12,03%
De 6 a 10 anos	72.691	22,85%	7.310	19,86%	762	13,58%	119	11,54%
Mais de 10 anos	124.958	39,28%	22.717	61,72%	4.167	74,28%	788	76,43%

Quadro 23: Distribuição por número de empresas em função da maturidade.
Fonte: Banco de Portugal (2012c).

No que diz respeito à forma jurídica das sociedades não financeiras nacionais, e tendo em conta a distribuição por volume de negócios, verifica-se com base no **Quadro 24** que, em 2010, o contributo para o volume de negócios das sociedades por quotas é bastante significativo nas microempresas (91%), reduzindo no entanto a sua importância na passagem para as pequenas empresas (71%), até atingir contributos inferiores a 50% no contexto das médias e grandes empresas, em que apresentam contributos de 34% e 17% para o total do volume de negócios.

2010								
Em VN	Microempresas		Pequenas empresas		Médias empresas		Grandes empresas	
Sociedade por Quotas	163.496,27	91,00%	1.441.136,47	70,43%	8.471.122,30	34,01%	96.258.575,79	17,70%
Sociedade Anónima	216.614,20	5,40%	3.600.934,52	25,15%	14.785.222,16	60,04%	155.157.892,51	74,52%
Outras ⁶⁵	166.472,02	4,15%	803.230,32	5,61%	1.154.941,57	4,69%	10.577.054,40	5,08%

2011								
Em VN	Microempresas		Pequenas empresas		Médias empresas		Grandes empresas	
Sociedade por Quotas	149.039,19	89,96%	1.436.636,30	70,45%	8.746.839,53	34,84%	106.381.244,75	17,58%
Sociedade Anónima	209.866,10	5,60%	3.507.821,05	24,55%	14.764.324,30	59,90%	155.615.561,90	74,45%
Outras	185.506,64	4,95%	898.745,19	6,29%	1.094.383,97	4,44%	13.021.960,38	6,23%

Quadro 24: Distribuição por volume de negócios em função da natureza jurídica.

Fonte: Banco de Portugal (2012c).

Tendo em conta o número de empresas por natureza jurídica, informação identificada no **Quadro 25**, verifica-se o mesmo comportamento anteriormente apresentado, embora com menor intensidade, em particular, no caso das médias e grandes empresas. Relativamente às médias empresas, observa-se inclusive uma distribuição relativamente uniforme entre as sociedades por quotas e sociedades anónimas (contribuindo cada uma das formas jurídicas com cerca de 48% para o total).

2010								
Em VN	Microempresas		Pequenas empresas		Médias empresas		Grandes empresas	
Sociedade por Quotas	284.367	91,33%	33.523	84,90%	2.839	47,31%	263	24,76%
Sociedade Anónima	12.735	4,09%	4.790	12,13%	2.872	47,86%	687	64,69%
Outras	15.599	5,01%	1.481	3,75%	282	4,70%	86	8,09%

2011								
Em VN	Microempresas		Pequenas empresas		Médias empresas		Grandes empresas	
Sociedade por Quotas	286.819	90,16%	31.064	84,40%	2.648	47,20%	237	22,99%
Sociedade Anónima	12.661	3,98%	4.431	12,04%	2.697	48,07%	686	66,54%
Outras	19.946	6,27%	1.601	4,35%	284	5,07%	80	7,76%

Quadro 25: Distribuição por número de empresas em função da natureza jurídica.

Fonte: Banco de Portugal (2012c).

O **Quadro 26** apresenta, por sua vez, a distribuição sectorial (por secção da CAE-Rev. 3) das sociedades não financeiras nacionais relativamente ao ano de 2011, em termos quer do volume de negócios quer do número de empresas. Assim, no contexto das microempresas, verifica-se a clara predominância das sociedades não financeiras do setor do comércio (secção G) tendo em conta ambos os indicadores.

⁶⁵ Informação não disponível na totalidade (obtida por estimativa).

2010 – Em volume de negócios								
Secção	Microempresas		Pequenas empresas		Médias empresas		Grandes empresas	
A	1.233.598.054,22	3%	1.146.030.306,30	2%	615.391.289,46	1%	207.296.921,76	0%
B	94.004.183,24	0%	329.271.078,22	1%	301.316.226,99	0%	542.806.594,89	0%
C	3.888.348.163,92	8%	12.765.456.042,13	20%	20.418.182.919,10	31%	39.027.458.351,10	27%
D	203.268.577,12	0%	637.414.618,88	1%	1.317.036.033,98	2%	14.592.122.924,50	10%
E	170.719.093,98	0%	596.767.469,40	1%	1.274.610.560,86	2%	887.398.347,40	1%
F	4.741.876.285,74	10%	6.239.990.100,48	10%	5.792.215.199,04	9%	9.782.357.053,56	7%
G	22.769.647.894,00	48%	27.885.579.529,50	44%	23.083.384.554,09	35%	49.112.922.353,83	34%
H	1.982.991.208,32	4%	3.235.543.652,04	5%	3.675.367.808,20	6%	8.966.623.792,21	6%
I	2.434.225.227,00	5%	2.161.053.996,74	3%	1.296.536.727,24	2%	1.325.461.594,80	1%
J	788.843.848,00	2%	1.124.255.650,68	2%	1.845.842.108,80	3%	6.864.583.481,28	5%
L	1.862.759.508,30	4%	981.896.618,88	2%	590.430.505,14	1%	280.173.926,08	0%
M	2.972.403.721,56	6%	2.446.002.124,80	4%	2.793.989.539,32	4%	2.487.243.156,48	2%
N	1.313.483.010,84	3%	1.989.840.425,00	3%	1.993.632.690,36	3%	3.308.112.050,53	2%
P	268.751.537,18	1%	337.745.418,41	1%	318.388.077,60	0%	133.329.425,32	0%
Q	1.927.646.125,22	4%	1.035.128.545,20	2%	667.827.752,29	1%	5.480.952.497,37	4%
R	340.684.734,66	1%	233.461.626,08	0%	247.147.785,92	0%	227.083.879,62	0%
S	455.623.569,75	1%	182.711.049,64	0%	0,00	0%	0,00	0%

2011 – Em número de empresas								
Secção	Microempresas		Pequenas empresas		Médias empresas		Grandes empresas	
A	9.266	3%	891	2%	69	1%	6	1%
B	638	0%	218	1%	31	1%	3	0%
C	26.892	8%	9.713	26%	2.063	37%	290	28%
D	536	0%	128	0%	46	1%	22	2%
E	654	0%	180	0%	91	2%	20	2%
F	38.838	12%	5.812	16%	612	11%	84	8%
G	87.160	27%	8.778	24%	1.063	19%	191	19%
H	16.992	5%	1.498	4%	283	5%	79	8%
I	28.700	9%	3.254	9%	327	6%	40	4%
J	7.400	2%	669	2%	160	3%	42	4%
L	24.165	8%	432	1%	42	1%	4	0%
M	32.732	10%	1.742	5%	196	4%	32	3%
N	10.206	3%	1.234	3%	348	6%	139	14%
P	4.093	1%	601	2%	120	2%	7	1%
Q	17.002	5%	1.128	3%	89	2%	63	6%
R	4.306	1%	188	1%	32	1%	6	1%
S	8.175	3%	322	1%	-	-	-	-

Quadro 26: Distribuição setorial por volume de negócios e número de empresas.
Fonte: Banco de Portugal (2012c).

Relativamente às pequenas empresas, embora sejam maioritárias as empresas do referido setor, em termos relativos são as empresas das indústrias transformadoras (secção C) que apresentam um maior contributo para o volume de negócios total das sociedades não financeiras incluídas na referida dimensão, contrariamente ao que se verifica relativamente às empresas de grande dimensão, que, sendo maioritárias nas indústrias transformadoras, é no setor do comércio que se verifica um maior contributo para a geração do volume de negócios total das grandes empresas.

O **Quadro 27** apresenta, por sua vez, a distribuição das sociedades não financeiras nacionais em termos de localização geográfica da sede, tendo em conta, uma vez mais, os mesmos indicadores anteriormente apresentados, nomeadamente, o volume de negócios e o número de empresas. Atendendo-se quer ao volume de negócios quer ao número de empresas no contexto de qualquer das dimensões em análise, verifica-se que os distritos de Lisboa e do Porto destacam-se decisivamente, e nessa ordem, dos restantes distritos do país.

	2011 – Em volume de negócios							
	Microempresas		Pequenas empresas		Médias empresas		Grandes empresas	
[Desconhecido]	2.100.837	0,00%	1.015.928	0,00%	10.494.691	0,02%	0	0,00%
Aveiro	3.460.286.305	7,28%	4.889.572.976	7,72%	4.713.433.233	7,09%	4.500.917.397	3,14%
Beja	514.478.008	1,08%	469.159.632	0,74%	286.804.561	0,43%	506.277.886	0,35%
Braga	3.645.265.256	7,67%	5.222.456.965	8,25%	5.261.607.441	7,92%	4.024.981.538	2,81%
Bragança	476.196.267	1,00%	403.539.766	0,64%	120.970.726	0,18%	935.091.764	0,65%
Castelo Branco	655.939.184	1,38%	717.271.504	1,13%	582.320.067	0,88%	423.048.877	0,30%
Coimbra	1.707.037.349	3,59%	1.883.396.695	2,97%	1.670.902.237	2,51%	3.104.093.558	2,17%
Évora	660.569.740	1,39%	771.614.615	1,22%	536.845.286	0,81%	259.960.293	0,18%
Faro	1.963.205.970	4,13%	2.018.264.833	3,19%	1.171.978.890	1,76%	547.006.854	0,38%
Guarda	525.097.745	1,10%	660.827.369	1,04%	275.730.113	0,41%	386.801.006	0,27%
Leiria	2.774.591.079	5,84%	3.910.719.599	6,17%	3.077.321.143	4,63%	1.128.490.473	0,79%
Lisboa	12.836.463.251	27,01%	18.320.220.261	28,93%	24.235.135.362	36,46%	80.428.631.007	56,10%
Portalegre	415.566.075	0,87%	388.894.885	0,61%	276.125.263	0,42%	344.448.473	0,24%
Porto	8.342.380.808	17,55%	11.659.012.335	18,41%	11.587.655.557	17,43%	20.723.957.508	14,45%
Santarém	2.025.189.871	4,26%	2.665.500.716	4,21%	2.877.929.305	4,33%	2.116.999.706	1,48%
Setúbal	2.669.705.092	5,62%	3.167.127.555	5,00%	3.736.104.892	5,62%	8.483.212.282	5,92%
Viana do Castelo	887.323.483	1,87%	1.033.554.841	1,63%	741.039.003	1,11%	1.669.007.110	1,16%
Vila Real	687.698.299	1,45%	595.435.473	0,94%	332.781.757	0,50%	244.248.056	0,17%
Viseu	1.381.031.259	2,91%	1.667.970.803	2,63%	1.429.722.488	2,15%	2.134.612.295	1,49%
Angra do Heroísmo	188.409.113	0,40%	255.743.130	0,40%	386.884.976	0,58%	54.958.049	0,04%
Horta	83.802.540	0,18%	103.849.448	0,16%	14.944.472	0,02%	39.397.019	0,03%
Ponta Delgada	332.747.944	0,70%	801.152.700	1,26%	974.968.229	1,47%	1.267.849.054	0,88%
Funchal	1.287.701.764	2,71%	1.727.497.846	2,73%	2.173.608.073	3,27%	10.046.114.796	7,01%

2011 – Em número de empresas								
	Microempresas		Pequenas empresas		Médias empresas		Grandes empresas	
[Desconhecido]	64	0,02%	4	0,01%	1	0,02%	0	0,00%
Aveiro	19.755	6,21%	2.893	7,86%	488	8,70%	67	6,50%
Beja	3.531	1,11%	291	0,79%	33	0,59%	3	0,29%
Braga	22.778	7,16%	3.883	10,55%	588	10,48%	56	5,43%
Bragança	3.118	0,98%	239	0,65%	14	0,25%	7	0,68%
Castelo Branco	4.676	1,47%	464	1,26%	70	1,25%	10	0,97%
Coimbra	11.293	3,55%	1.145	3,11%	165	2,94%	31	3,01%
Évora	4.613	1,45%	445	1,21%	54	0,96%	4	0,39%
Faro	15.970	5,02%	1.538	4,18%	152	2,71%	21	2,04%
Guarda	3.627	1,14%	372	1,01%	36	0,64%	4	0,39%
Leiria	16.002	5,03%	2.109	5,73%	268	4,78%	25	2,42%
Lisboa	90.983	28,60%	8.712	23,67%	1.626	28,98%	469	45,49%
Portalegre	2.768	0,87%	239	0,65%	33	0,59%	4	0,39%
Porto	54.908	17,26%	7.394	20,09%	1.125	20,05%	165	16,00%
Santarém	12.502	3,93%	1.435	3,90%	170	3,03%	20	1,94%
Setúbal	20.042	6,30%	1.840	5,00%	265	4,72%	49	4,75%
Viana do Castelo	5.694	1,79%	762	2,07%	79	1,41%	17	1,65%
Vila Real	4.454	1,40%	434	1,18%	37	0,66%	3	0,29%
Viseu	8.717	2,74%	1.012	2,75%	143	2,55%	17	1,65%
Angra do Heroísmo	923	0,29%	180	0,49%	20	0,36%	2	0,19%
Horta	477	0,15%	77	0,21%	4	0,07%	2	0,19%
Ponta Delgada	2.004	0,63%	390	1,06%	81	1,44%	16	1,55%
Funchal	9.257	2,91%	939	2,55%	158	2,82%	39	3,78%

Quadro 27: Distribuição por localização da sede em volume de negócios e em número.
Fonte: Banco de Portugal (2012c).

Refira-se ainda a elevada concentração das sedes das grandes empresas em Lisboa, com cerca de 50% do total dessa dimensão, contribuindo por sua vez com cerca de 75% do total do volume de negócios das grandes empresas nacionais. No contexto das outras dimensões, é possível identificar os distritos de Aveiro, Braga, Setúbal e Funchal que, no entanto, invertem a importância relativa consoante a análise que se faça para cada um dos indicadores em causa (volume de negócios e número de empresas) e respetivas dimensões (microempresas, pequenas, médias e grandes empresas).

Ainda de acordo com a mesma instituição, e tendo por base dados publicados nos Quadros do Setor, a informação de 2011 continua a evidenciar a preponderância dos distritos de Lisboa e do Porto no que diz respeito à geração do volume de negócios total, conforme é possível verificar na **Figura 21**.

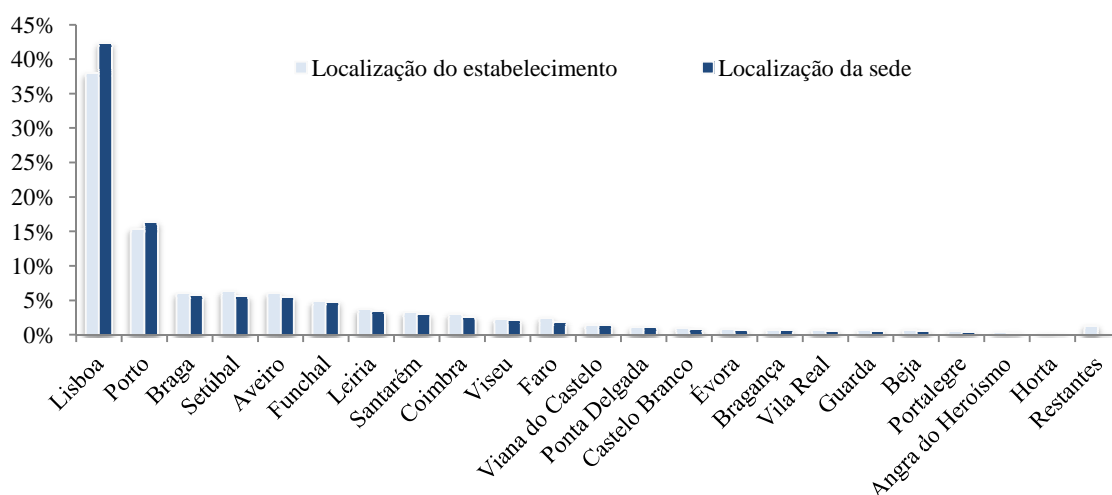


Figura 21: Distribuição geográfica do volume de negócios (2011).
Fonte: Banco de Portugal (2012b).

No entanto, ao considerar-se a localização geográfica dos estabelecimentos a importância relativa daqueles dois distritos vê-se ligeiramente reduzida a favor de outros distritos, que viram aumentada a sua relevância.

Em outro documento recentemente publicado pelo Banco de Portugal, com base em dados anuais de 2010, complementados, nalguns casos, com dados trimestrais relativos a 2011, foi analisada a estrutura financeira das sociedades não financeiras nacionais. Através de indicadores como a autonomia financeira, que relaciona o capital próprio com o total de ativo, identificou-se um nível de autonomia financeira situada ligeiramente acima de 30%, considerado reduzido comparativamente com o nível de autonomia financeira das sociedades da área do euro (Banco de Portugal, 2012a).

Tendo em conta uma análise por classes de dimensão, foram as pequenas e médias e as grandes empresas que apresentaram, em 2009, os níveis de autonomia financeira mais reduzidos, de 28% e 33%, respetivamente. No extremo oposto encontram-se as microempresas, com uma autonomia financeira média situada em 41%. No entanto, metade dessas empresas apresentou uma autonomia financeira inferior a 22%, tendo mesmo havido um subconjunto de cerca de 25% de empresas com autonomias financeiras situadas abaixo de zero, e outros 25% com autonomias financeiras superiores a 59%, enquanto nas pequenas e médias e as grandes empresas esses valores situaram-se entre 12% e 46% (Banco de Portugal, 2011a).

As conclusões do estudo apontam para a existência, no contexto das sociedades não financeiras nacionais, de uma maior dependência de financiamento alheio (passivo) do que de capitais próprios, existindo mesmo um conjunto de 25% de empresas que apresentam exclusivamente capitais alheios como forma de financiamento empresarial. A dívida financeira, isto é, o financiamento a partir de instituições de crédito, sociedades financeiras e títulos do mercado de valores mobiliários, constitui a rubrica mais relevante do passivo em todos os sectores da atividade (Banco de Portugal, 2011a).

3.2. As PME e as fontes de financiamento empresarial

De acordo com Nagy *et al.* (2010), um dos aspetos mais importantes que cercam as PME é a forma como as mesmas obtêm financiamento, sendo esta uma preocupação permanente dos gestores, que buscam a redução dos custos de financiamento e um aumento da rentabilidade. Os autores definem financiamento como a opção de uma entidade destinada à obtenção de recursos (liquidez) para a cobertura de necessidades temporárias geradas pelas atividades comerciais ou de produção, bem como para o desenvolvimento da capacidade de produção existente através de projetos de investimento. As opções, por sua vez, implicam a escolha entre fundos próprios (internos) e fundos externos para os projetos de investimento, nesse último caso maioritariamente proveniente de fontes privadas (bancos comerciais, bancos de investimento e fundos de investimento), estando as fontes públicas não reembolsáveis geralmente relacionados com investimentos importantes e de interesse público para o país (*ibid*).

Os conceitos que se apresentam na **Figura 22** são ilustrativos das distintas possibilidades de classificação do financiamento empresarial, que têm em conta, entre outros critérios, o carácter remunerado *vs* não remunerado do capital e atendendo às exigências, ou não, de reembolso do capital financiado⁶⁶. Outras classificações relativas ao financiamento empresarial são possíveis, tendo em conta, nomeadamente, a natureza das obrigações determinadas pela operação de financiamento, a maturidade das operações, a origem e a natureza dos fundos utilizados ou o seu destino e a forma de reembolso (Nagy *et al.*, 2010).

⁶⁶ A distinção remunerada/ não remunerada, tradicionalmente utilizada na literatura, é cada vez mais contestada pela moderna teoria financeira, na medida em que no pressuposto da racionalidade dos agentes económicos e sob o ponto de vista da remuneração dos custos de oportunidade, todo financiamento apresenta um custo, ainda que implícito. Também o capital investido pelos sócios, referenciado como não reembolsável, só pode ser assim considerado numa ótica de continuidade empresarial.

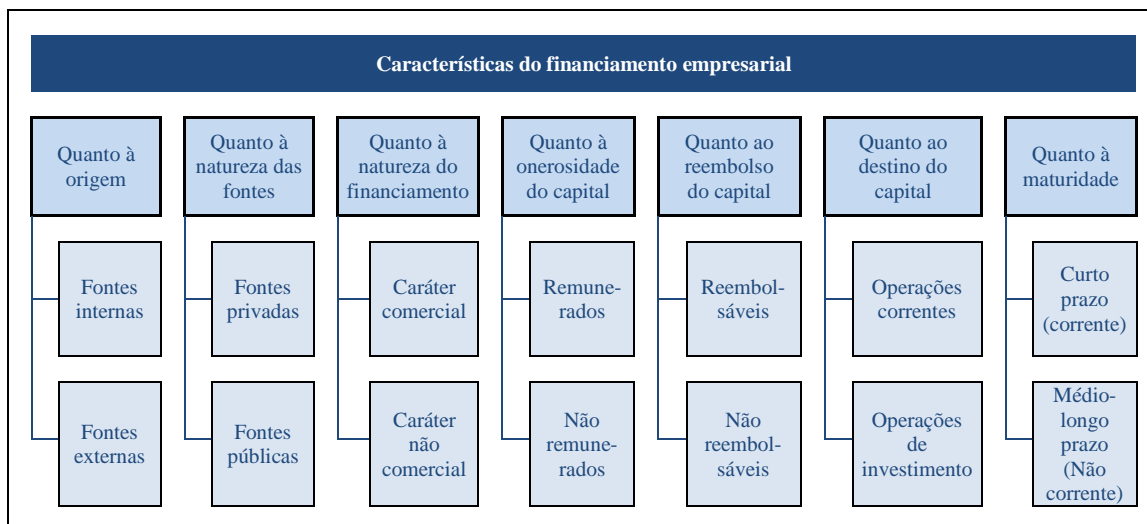


Figura 22: Características do financiamento empresarial.
Fonte: Nagy et al. (2010).

De entre as formas de financiamento empresarial disponíveis às PME, algumas das possíveis distinções prendem-se com a origem interna ou externa do financiamento; com a natureza fontes (privadas ou públicas); com o carácter comercial ou não comercial do financiamento (natureza do financiamento); com o carácter remunerado ou não remunerado do financiamento obtido (onerosidade do capital); com a sua reembolsabilidade, ou não; quanto ao seu destino (operações correntes ou operações de investimento; e, por fim, quanto ao prazo ou maturidade do financiamento obtido.

Assim, no que diz respeito ao financiamento externo e remunerado, a forma tradicional e de maior significado no contexto das PME nacionais prende-se com o financiamento bancário (e.g. empréstimos) ou junto de instituições financeiras (e.g. locações financeiras e operações de *factoring*). Outra das possíveis formas de obtenção de financiamento remunerado inclui o financiamento através de endividamento titulado, não sendo, no entanto, significativo no contexto das PME nacionais.

O financiamento externo e não remunerado inclui, por sua vez, as relações comerciais com fornecedores de bens e de serviços e/ou de investimentos. Os subsídios e apoios do Governo, por seu turno, encontram-se entre os exemplos de fontes externas de financiamento de natureza pública, distintamente das anteriores, e podem ser ou não reembolsáveis ou não, assim como remunerados ou não remunerados, tendo em conta a classificação do financiamento empresarial anteriormente apresentada.

Uma possível forma de obtenção de capital com origem interna é a obtenção de recursos a partir dos sócios/acionistas (detentores de capital) da entidade através de contratos de

suprimentos e outros mútuos, e que igualmente assumem um caráter remunerado. Sendo, no entanto, um financiamento reembolsável sob o ponto de vista da entidade, os referidos capitais são reconhecidos como passivo (também denominado de capitais alheios), ainda que resultando de fontes internas.

Por outro lado, o financiamento com origem interna e não reembolsável, reconhecidos por isso no capital próprio, decorre sobretudo das entradas de capital e prestações suplementares dos sócios/acionistas, que podem ser igualmente complementados com recurso ao autofinanciamento (ou seja, a retenção de lucros não distribuídos através de reservas e resultados transitados). A retenção de resultados (positivos), embora habitualmente referida como a forma de financiamento mais “saudável”, uma vez que se baseia na possibilidade de financiamento empresarial através de recursos gerados pela própria entidade e sem custos (explícitos), pode ter como consequência a desmotivação para novos incrementos de capital por parte dos detentores do capital ou, no limite, a motivação para o desinvestimento.

A opção pela obtenção de endividamento remunerado (e.g. endividamento bancário) ou o financiamento através das entradas de capital e prestações suplementares tem sido discutida na literatura sob o ponto de vista das distorções eventualmente relacionadas com a dedutibilidade para efeitos fiscais dos juros, objeto de reconhecimento contabilístico no primeiro caso. Note-se, no entanto, que algumas medidas têm sido historicamente implementadas em Portugal, a primeira das quais em 1986, no sentido de reduzir a referida distorção, através da consideração de um custo para efeitos fiscais associado aos aumentos de capital, ainda que com alguns condicionalismos (modelo *Allowance for Corporate Equity*). Refira-se que, de acordo com a investigação desenvolvida por Tomaz (2013), Portugal apresenta-se pioneiro neste domínio.

O aumento de capital através de *apports* com origem em capital de risco ou proveniente do mercado de capitais (capital próprio de origem externa), como fontes de capital externo, não é significativo no contexto das PME nacionais. Tal premissa leva a que, contrariamente às empresas de grande dimensão, as PME “não estejam preocupadas com a avaliação da estrutura de capital pelo mercado de capitais” (Serrasqueiro, 2002). Assim, no mesmo sentido, afirma a autora que “a poupança fiscal obtida pelo recurso a capital alheio é menos vantajosa para as PME do que para as empresas de grande dimensão” (*ibid*).

O Sexto relatório da Comissão Europeia, elaborado a partir de informações reportadas pelo Observatório Europeu sobre as PME (CEE, 2000b), refere que “a estrutura financeira de uma empresa [europeia] parece depender mais do sistema financeiro e dos costumes financeiros do país em que opera do que quaisquer outras características da empresa como sejam a dimensão, o setor de atividade, a maturidade ou até mesmo o lucro.” Conforme refere Heimer (2008), já na Lisbon Agenda of Economic and Social Renewal⁶⁷, promovida pelo Conselho da Europa, foram fixadas políticas de promoção do dinamismo empresarial e do empreendedorismo que passavam pelo incentivo ao desenvolvimento das PME, incluindo medidas relacionadas com o incentivo ao investimento em capital de risco.

Mais recentemente, em 26 de Fevereiro de 2009, o Comité Económico e Social Europeu (CESE) decidiu, nos termos do nº 2 do artigo 29.º do Regimento, elaborar um parecer de iniciativa sobre as Estruturas de financiamento para PME no contexto da situação financeira atual. O parecer do CESE foi então elaborado em 15 de Fevereiro de 2011. No referido documento é reconhecida a dificuldade das PME de acederem igualmente ao financiamento tradicional (bancário), apesar das reduções das taxas de juro, em virtude dos seguintes fatores:

- Perdas resultantes das práticas contabilísticas de valorização *market to market* (o processo pelo qual os bancos estão a reduzir o valor dos títulos nos seus balanços por não existir mercado para esses títulos num futuro próximo);
- Aumento das dívidas incobráveis ou de cobrança duvidosa causadas pela mesma recessão;
- Falta de financiamento no mercado interbancário, um fenómeno a que estamos a assistir e de que ainda não recuperou, apesar da intervenção de muitos governos;
- Persistência do "fator medo", quando receiam perder o seu lugar, os gestores bancários tendem a tomar menos decisões arriscadas em matéria de concessão de crédito.

No mesmo documento são apresentadas algumas considerações relativas ao financiamento das PME, desenvolvidas no **Quadro 28** (CE, 2011b).

⁶⁷ The Lisbon European Council – An Agenda of Economic and Social Renewal for Europe, Contribution of the European Commission to the special European Council in Lisbon, 23 – 24th March 2000, DOC/00/7.

Questões:	Recomendações:
Instrumentos de financiamento e prestação de garantias	O CESE incentiva a Comissão a reforçar os instrumentos de financiamento para as PME, velando pela continuação do regime de garantias do Programa-Quadro para a Competitividade e a Inovação após o atual período de financiamento, pela facilidade de acesso das PME aos Fundos Estruturais e pela definição clara das prioridades de financiamento. (...) Nesse contexto, deveriam ser encorajadas as sociedades de garantia mútua.
Plataformas de negociação	O CESE recomenda a criação de plataformas de negociação para as microempresas e as PME. A maioria das bolsas de valores reconhecidas impõe demasiados requisitos de notificação e procedimentos demorados para poderem ser satisfeitos pelas PME. Além disso, os custos são habitualmente proibitivos, nomeadamente os das cotações alternativas e/ou secundárias. A criação de miniplataformas regionais coordenadas por uma rede europeia criaria uma nova ferramenta que poderia ser utilizada para angariar novos capitais para as pequenas empresas. Isso geraria mais capital de risco e o financiamento adicionalmente por investidores individuais de capital de risco (<i>business angels</i>). Isso ajudaria também os pequenos investidores em capital de risco a auxiliarem as pequenas empresas.
Criação de linhas de crédito pelo sistema bancário	As PME, particularmente as microempresas, têm cada vez mais dificuldade em aceder a financiamento. (...) seria de toda a conveniência os bancos reservarem uma percentagem dos fundos de salvação, previamente acordada, nos países onde estes tenham sido utilizados, para oferecerem linhas de crédito a pequenas e microempresas, especialmente para projetos inovadores.
Microfinanciamento	O CESE defende o desenvolvimento de um quadro que facilite o estabelecimento de instituições de microfinanciamento participativo e que operam segundo princípios éticos. Este método de financiamento pode, seguramente, ser benéfico para as PME, uma vez que se baseia na partilha dos riscos e lucros, no financiamento estável e na prevenção da especulação. (...)
Financiamentos ou Garantias por parte do Estado	O CESE sugere que os Estados-Membros concedam diretamente créditos às PME ou que concedam avales completos ou incompletos às entidades financeiras, a fim de as incentivar a conceder créditos às PME. Durante a crise financeira, vários Estados-Membros adotaram esta prática para simplificar o acesso das PME a financiamento.
Fundos de Investimento em PME	O CESE crê que o Fundo Europeu de Investimento (FEI) deveria investir diretamente nas PME ou fazê-lo por intermédio de um sub-fundo especializado numa área específica, por exemplo, o Fundo de Jovens Empresários, que serviria de estímulo a uma cultura empresarial. Além disso, os créditos do BEI deveriam ser canalizados para intermediários que apoiem plenamente as PME. O CESE sugere igualmente que, para encorajar os bancos intermediários a utilizar os créditos do BEI para as PME, o risco deveria ser partilhado entre estes bancos e o BEI.
Novas formas de financiamento bancário	O CESE recomenda várias formas de financiamento bancário, inclusivamente o financiamento participativo, inovador e ético. É possível que financiamentos como os concedidos pelo Grameen Bank de Bangladesh fiquem limitados em consequência do Acordo Basileia II. (...) É, por conseguinte, urgente rever o Acordo Basileia II ou, pelo menos, conceber um acordo para financiamentos que se afastam dos métodos convencionais.
Quadro jurídico dos <i>business angels</i>	Assiste-se na UE a um surto de redes de investidores privados em capital de risco (<i>business angels</i>). Infelizmente, essas redes não parecem ser regulamentadas, e podem ocorrer abusos graves, suscetíveis de desencorajar os empresários de utilizarem este importante método para financiar o crescimento. Há que promover um quadro jurídico que torne mais eficaz o funcionamento dos <i>business angels</i> ou incentive a atividades semelhantes.
Incentivo à atividade dos <i>business angels</i>	O CESE exorta os Estados-Membros a criarem incentivos fiscais que encorajem os <i>business angels</i> e as suas redes, incluindo investidores que são familiares do empresário, por exemplo os pais. Muitos jovens empresários dependem de fundos com origem familiar quando não podem apelar a outros recursos. Estes investidores deveriam ser recompensados e encorajados por créditos fiscais.

Quadro 28: Principais conclusões do CE (2011b).
Fonte: CE (2011b).

Um inquérito relativamente recente difundido pelo do Banco de Portugal (1º trimestre de 2011), dirigido aos responsáveis, nos bancos, pela respetiva política de crédito, sobre o mercado de crédito revela que, com o agudizar da crise internacional e dos seus

impactos no mercado interno, tornaram-se ainda mais restritivos os critérios de concessão de crédito às sociedades não financeiras nacionais (Banco de Portugal, 2011b), traduzindo-se em *spreads* cada vez mais elevados (aumento dos custos de financiamento). Outro reconhecimento feito no mesmo documento, relativamente às PME, diz respeito às suas características próprias, de empresa familiar e multigeracional, a pouca distância (ou nenhuma) entre a gestão e a propriedade, mas também o dinamismo, flexibilidade e rapidez na adoção de processos inovadores.

Baldi (2007), designadamente, para a construção do modelo econométrico desenvolvido para o seu estudo, definiu o que denominou de “ciclo vicioso de financiamento” da estrutura de governação baseada na família. Segundo este modelo, os proprietários detêm nos papéis de gestão (ou diretoria) os membros familiares, o que pode afetar as estratégias de financiamento em vigor. De acordo com o autor, nesse contexto, o capital externo não será utilizado a fim de evitar a diluição propriedade e a perda potencial de controlo.

Por outro lado, o endividamento será realizado de uma maneira igualmente conservadora, de modo a reduzir o risco de falência, e evitando assim a entrada de novos membros, sendo por isso preferível a utilização do capital próprio por parte das pequenas e médias empresas familiares, o que também os obriga a permanecer de pequena dimensão e de capital fechado uma vez que o crescimento (e a inovação) requerem, em geral, um uso mais extensivo de fontes externas de financiamento sob a forma de endividamento e de *equity capital* ou, ainda, através da emissão de ações públicas.

De facto, as PME são, tradicionalmente, mais avessas aos riscos na gestão dos fundos de tesouraria, utilizando prioritariamente as suas reservas antes de se dirigirem às instituições de crédito, particularmente quando têm de enfrentar uma grande carga burocrática para pedir e receber empréstimos, não dispendo ainda de instrumentos de garantias suficientes e privadas de instrumentos de gestão de riscos devido à dimensão (CE, 2011b).

3.2.1. O financiamento com base em *public equity*

No contexto dos mercados de capitais, operam atualmente em Portugal mercados regulamentados e mercados não regulamentados, com características e enquadramentos distintos, conforme apresentados pelo **Quadro 29** (CMVM, 2012).

Mercados regulamentados:	Mercados não regulamentados:
<ul style="list-style-type: none"> • Mercado de cotações oficiais (Eurolist), gerido pela Euronext Lisboa⁶⁸ - Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A. • Mercado de futuros e opções, igualmente gerido pela Euronext. • Mercado especial de dívida pública, gerido pela MTS Portugal – Sociedade Gestora do Mercado Especial de Dívida Pública, SGMR, S.A. • Mercado Regulamentado de Derivados do Mercado Ibérico de Eletricidade, gerido pelo Operador do Mercado Ibérico de Energia (polo português). 	<ul style="list-style-type: none"> • EasyNext Lisbon, gerido pela Euronext Lisboa. • O Mercado sem cotações, também gerido pela Euronext Lisboa. • O PEX, por sua vez gerido pela OPEX.

Quadro 29: Mercados regulamentados e mercados não regulamentados em Portugal.
Fonte: CMVM (2012).

O Eurolist da Euronext Lisboa e o Mercado de Futuros e Opções são mercados de bolsa. No Eurolist são negociadas ações, obrigações de dívida privada e pública, direitos de subscrição, incorporação e cisão, warrants autónomos, warrants destacados, títulos de participação, unidades de participação, certificados, valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis, valores mobiliários convertíveis por opção do emitente e valores mobiliários condicionados por eventos de crédito.

No Easynext são negociados valores mobiliários estruturados. No mercado sem cotações são negociadas ações, obrigações, direitos de subscrição, incorporação e cisão e unidades de participação. No mercado especial de dívida pública são negociadas obrigações representativas da dívida do Estado e bilhetes do tesouro; ao passo que no PEX (Prime Exchange) são negociadas ações e obrigações representativas de dívida privada, warrants autónomos e warrants estruturados.

No contexto dos mercados não regulamentados, destaca-se, assim, a existência, desde 2003, de um mercado organizado e não regulamentado que opera em Portugal, denominado PEX, não gerido pela Euronext, e cuja missão é a de se tornar numa preciosa fonte de financiamento alternativa para as PME portuguesas. Em detrimento da Euronext, a OPEX é a sociedade gestora portuguesa responsável pela gestão do PEX, um sistema de negociação multilateral.

⁶⁸ *Euronext* Lisboa é o nome da empresa que resultou da integração da Bolsa de Valores de Lisboa e Porto no grupo *Euronext*, que congrega ainda as empresas que gerem as bolsas de Paris, Amesterdão e Bruxelas e a bolsa de derivados *Liffe*.

De acordo com a OPEX (2011), as vantagens de negociar no PEX, em detrimento de mercados regulamentados como a Euronext Lisboa, passam pela acessibilidade ao sistema de negociação do PEX por parte dos membros de mercado de uma forma rápida e eficiente, bem como os custos praticados no mercado PEX face a outros mercados regulamentados, nomeadamente à Euronext. Note-se ainda que os valores mobiliários admitidos na OPEX podem ser transacionados quer por institucionais, quer por particulares, sendo para o efeito suficiente que demonstrem, junto de uma Instituição Financeira ou um dos Membros do mercado PEX, a vontade de comprar ou vender os Valores Mobiliários pretendidos (*ibid*).

De acordo com a CMVM (2012), a distinção entre os mercados regulamentados e não regulamentados tem em conta, sobretudo, o facto de que os mercados regulamentados “(...) funcionam regularmente e cumprem requisitos exigentes ao nível da prestação de informação, da admissão dos membros do mercado e dos valores mobiliários e do respetivo funcionamento, sendo como tal autorizados pelo Ministro das Finanças, ouvida a CMVM”. Os requisitos necessários para que um mercado seja considerado como regulamentado encontram-se inscritos no art. 200º do Código dos Valores Mobiliários, e são identificados no **Quadro 30** (*ibid*).

Questões:	Recomendações:
Funcionamento regular	Significa que a negociação de instrumentos financeiros obedece a uma frequência pré-determinada nas regras de mercado (e.g., negociação diária em contínuo ou chamada), por oposição a uma negociação ou abertura esporádicas. A negociação efetiva deve ser, pelo menos, num número expressivo de valores mobiliários admitidos à negociação, adequado à frequência prevista nas regras de mercado.
Cumprimento de deveres de prestação de informação por parte dos emitentes	A título de exemplo, o dever de publicação, em regra, de informação financeira periódica e o dever de divulgação de informação que possa influenciar negativa ou positivamente a avaliação das ações ou que possa condicionar o reembolso ou o pagamento de juros das obrigações.
Cumprimento de condições para admissão à negociação de valores mobiliários e outros instrumentos financeiros	(i) as entidades emitentes de valores mobiliários têm de possuir uma situação financeira adequada na data da admissão e, em regra, ter publicado informação financeira nos últimos três anos, salvo dispensa pela CMVM. (ii) as ações têm de preencher requisitos de capitalização bolsista previsível de pelo menos € 1.000.000 e o empréstimo obrigacionista ser igual ou superior a € 200.000; iii) aprovação de um prospeto pela CMVM, salvo casos de dispensa.
Informação em relação aos preços e quantidades negociadas no mercado	Entidade gestora deve disponibilizar ao público, por exemplo, informação sobre os preços de cada operação, imediatamente após a sua formação, um preço de referência e, no final de cada dia, as quantidades de valores negociados. Podem ser também disponibilizadas pelo sistema de negociação as melhores ofertas de compra e venda.

Quadro 30: Requisitos para o funcionamento de mercados regulamentos.

Fonte: CMVM (2012).

Ainda de acordo com o mesmo organismo, a imposição destes requisitos “destina-se a assegurar o maior nível de transparência e de proteção dos investidores”, tendo em conta que a não verificação de todos ou alguns dos requisitos nos mercados não regulamentados pode “aumentar o risco para os investidores menos experientes”, ainda que permitam, por outro lado, “a constituição de plataformas mais flexíveis destinadas a satisfazer necessidades específicas de determinados investidores, emitentes ou intermediários financeiros”. (CMVM, 2012). Os mercados não regulamentados, por sua vez, funcionam “de acordo com as regras livremente estabelecidas pela sua entidade gestora”, não cumprindo “algum ou alguns dos requisitos estabelecidos pela lei para os mercados regulamentados.”

O tema da entrada das PME no mercado de capitais tem despertado especial interesse de altos dirigentes nacionais, particularmente a partir de meados da década passada, data da criação de um mercado alternativo na Euronext, denominado de Alternext e destinado às PME. O Alternext como mercado alternativo e vocacionado às PME distingue-se de outros mercados existentes, como o mercado regulamentado da Euronext Lisboa, entre outros, pelos seguintes aspetos (CMVM, 2011):

- Por se tratar de um mercado não regulamentado (ou autorregulado);
- Pela possibilidade de colocação pública (mínimo de 2,5 milhões de Euros) ou privada (mínima de 5 milhões de Euros e um mínimo de 5 investidores);
- Pela existência de informação histórica de um mínimo de 2 anos (no caso da Euronext Lisboa, são exigidos 3 anos);
- Pela possibilidade de relato financeiro baseado em normativo nacional (SNC), em detrimento do relato financeiro baseado na IFRS (contas consolidadas da empresa-mãe cotada na Euronext Lisboa); e
- Informação financeira em períodos semestrais não auditada e anual auditada (as contas têm periodicidade trimestral no caso das entidades cotadas na Euronext Lisboa, sendo as contas semestrais auditadas).

Os referidos mercados encontram-se sujeitos a registo na CMVM, sendo objeto de controlo de legalidade e suficiência (nº 3 do art. 201º do Código dos Valores Mobiliários), sendo avaliados como requisitos a garantia de tratamento justo e equitativo dos membros do mercado e dos investidores; a fiabilidade do funcionamento dos sistemas de negociação; a formação dos preços de modo livre e transparente; e a mitigação dos riscos para os participantes do mercado, nomeadamente ao nível dos

sistemas utilizados para a liquidação das operações efetuadas. É ainda garantida, no caso de acesso sem restrições aos investidores não institucionais, a existência de requisitos mínimos de informação previstos nas regras do mercado (número 3 do artº 202º do Código dos Valores Mobiliários) (CMVM, 2012).

De acordo com matéria publicada na revista Invest (2010), criado em Maio de 2005, o índice Alternext diz respeito a um mercado bolsista para as empresas de pequena e, sobretudo, média dimensão, que ainda não atingem os requisitos para se cotarem nos índices principais.

Note-se, no entanto, que é ainda mais antiga a ideia de criação de mercados alternativos para as PME, regulamentados ou não, e de onde se destacam os exemplos que se apresentam no **Quadro 31** (Razina, 1999).

Mercados regulamentados:
<ul style="list-style-type: none">• Alternative Investment Market (AIM), de Londres, nascido em 1995, e desenvolvido especificamente para um segmento de empresas, empresas pequenas, jovens e com grandes potencialidades de crescimento;• Developing Companies Market (DCM), de Dublin, em 1997, especialmente orientado para empresas de pequena ou média dimensão, que se encontram num estágio de desenvolvimento inicial;• Euro.NM Belgium, de Bruxelas, também de 1997, iniciativa das bolsas de Paris, Frankfurt, Amsterdão e Bruxelas, visando o financiamento do desenvolvimento de empresas inovadoras e com um elevado potencial de crescimento;• Neuer Market, criado pela bolsa alemã em 1997, no intuito de possibilitar ou facilitar o financiamento de empresas promissoras, com ideias e projetos para novos produtos, serviços ou mercados;• Nouveau Marché, integrado numa dimensão internacional (membro do Euro.NM) e que, conjuntamente com outros mercados, como Euro.NM Belgium, criado como uma forma de financiamento para empresas que, na maioria dos casos, não cumprem os requisitos necessários ao acesso às fontes de financiamento mais tradicionais;• NMAX, surgido igualmente em 1997, caracterizado como um segmento de mercado especialmente orientado para novas empresas que apresentem um forte potencial de crescimento;• Nuovo Mercato, de Milão, criado em 1999, que veio permitir às empresas italianas, de caráter inovador e altamente tecnológicas, o acesso, talhado às suas necessidades, ao capital de risco;• Euro.NM, nascido em Março de 1996, e representa o grupo pan-europeu de mercados regulados especialmente orientados para a negociação de ativos pertencentes a empresas com um elevado nível de crescimento, independentemente do seu setor de atividade ou nacionalidade, contando com os anteriores mercados, à exceção dos anglo-saxónicos, como membros associados.
Mercados não regulamentados:
<ul style="list-style-type: none">• Enterprise Market (EM) - Austrália, promovido pela Australian Stock Exchange, é um mercado on-line na Internet e tem como objetivo permitir o aumento do capital de empresas não cotadas, em particular as PME, mas que se apresentem como investimento atrativo aos potenciais investidores;• Marché Libre, lançado em 1996, é também um mercado não regulamentado, cuja organização e promoção se encontra a cargo da SBF – Bourse de Paris que visa possibilitar o financiamento de empresas de reduzida dimensão por via do mercado de capitais que não revelam interesse ou capacidade para se admitirem a um dos mercados regulamentados franceses (Primeiro Mercado, Segundo Mercado ou Novo Mercado).

Quadro 31: Exemplos de mercados regulamentados e não regulamentados.
Fonte: Razina (1999).

Ressalve-se que alguns dos mercados apresentados no quadro anterior podem ser apontados como embriões do Alternext, da Euronext. No entanto, embora criado em 2005, o Alternext conta com uma única empresa portuguesa (Económico, 2012), que se

estreou neste mercado recentemente (20 de Junho de 2012), sendo composto maioritariamente por empresas francesas, seguindo-se-lhes as empresas belgas e holandesas.

As exigências para a entrada e regras de regulação previstas no mercado alternativo Alternext encontram-se identificadas no **Quadro 32** (NYSE Euronext, 2011):

Elementos:	Síntese das instruções:
Organização do emitente	<p>1. O pedido de admissão à negociação de valores mobiliários no Alternext é apresentado pelo Emitente;</p> <p>2. Os valores mobiliários destinados à admissão devem ser livremente negociáveis e transmissíveis;</p> <p>3. O Emitente deve assegurar, sem encargos para os detentores, a existência dos serviços de valores mobiliários, incluindo o pagamento de dividendos ou de juros (indicar o serviço financeiro).</p>
Tempo de atividade e documentos de prestação de contas	<p>Salvo decisão em contrário e no pressuposto de que o valor mobiliário é negociável de forma clara, transparente e efetiva, o Emitente deve ter prestado contas anuais individuais e, sendo o caso, contas anuais consolidadas, relativamente aos dois exercícios precedentes ao pedido de admissão.</p> <p>As contas <u>consolidadas</u> de um Emitente cuja sede social esteja situada num Estado que seja signatário do Acordo Económico Europeu deverão ser elaboradas de acordo com os normativos contabilísticos previstos no Regulamento da Comissão Europeia n.º 809/2004, de 29 de Abril de 2004, designadamente:</p> <ul style="list-style-type: none"> • As normas IFRS; ou • As normas contabilísticas da respetiva lei nacional, mesmo em caso de colocação particular ou de admissão direta. <p>Tratando-se de um Emitente cuja sede social esteja situada em Estado terceiro relativamente ao Acordo Económico Europeu deve adotar:</p> <ul style="list-style-type: none"> • As normas IFRS; ou • As normas de contabilidade consideradas equivalentes àquelas (as US GAAP dos Estados Unidos, as normas do Canadá, do Japão, da China, do Coreia do Sul e da Índia) ou as normas contabilísticas nacionais do seu Estado de origem, sob reserva da elaboração de um quadro de reconciliação com as normas IFRS. <p>As contas <u>individuais</u> de um emitente com sede num Estado, que seja ou não parte do Acordo Económico Europeu, são elaboradas de acordo com os seguintes normativos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • As normas IFRS, caso a lei nacional o permita ou os normativos contabilísticos nacionais da respetiva lei nacional. • A informação financeira relativa aos dois últimos exercícios deve encontrar-se auditada por Revisor Oficial de Contas ou pelo órgão que tenha por função a supervisão da informação financeira.
Formas de admissão à negociação (Condicionada à efetiva dispersão do capital pelo público, a qual pode ser obtida por uma das três formas seguintes)	<p>1. Através de uma oferta pública subscrita por um montante não inferior a 2,5 milhões de Euros efetuada através de um prestador de serviços de investimento autorizado para esse efeito;</p> <p>2. Através de uma prévia colocação particular por um montante não inferior a 2,5 milhões de Euros, efetuada no ano precedente, distribuída por um número de pessoas suficientes, tendo em vista o preenchimento das condições previstas nas secções seguintes ou, exceto se de outra forma for decidido pela Euronext Lisboa, previamente à admissão, os valores mobiliários devem encontrar-se diretamente detidos por, pelo menos, três pessoas (os valores mobiliários devem ser alocados entre as referidas três pessoas de forma equilibrada, conforme avaliação efetuada pela Euronext Lisboa), nas quais não se consideram determinadas entidades, específica e contratualmente previstas, que guardam características de partes relacionadas com a entidade Emitente;</p> <p>3. Admissão à negociação direta de valores mobiliários emitidos por Emitentes que provenham de outro mercado, desde que comprovem que valores mobiliários em montante não inferior a 2,5 milhões de Euros foram colocados junto do público através do mercado de origem. Caso tal não tenha ocorrido, o Emitente em causa deve recorrer ao procedimento de oferta pública.</p>

Quadro 32: Requisitos de entrada e regulação do mercado Alternext.
Fonte: NYSE Euronext (2011).

Os mercados alternativos regulados por sociedades gestoras que operam em bolsa, como o Alternext da Euronext, dedicam-se, em geral, às pequenas e médias capitalizações, oferecendo, assim, um acesso simples ao mercado de capitais, com requisitos e obrigações à medida da empresa emitente e regras menos exigentes de difusão de informação aos investidores.

Assim, e na ótica de Marques (2006)⁶⁹, os referidos mercados constituem-se, assim, uma alternativa ao capital de risco e o *private equity*, e que pode ser utilizado pelas empresas consoante a sua dimensão e, eventualmente, o nível de maturidade, conforme ilustrado na **Figura 23**.

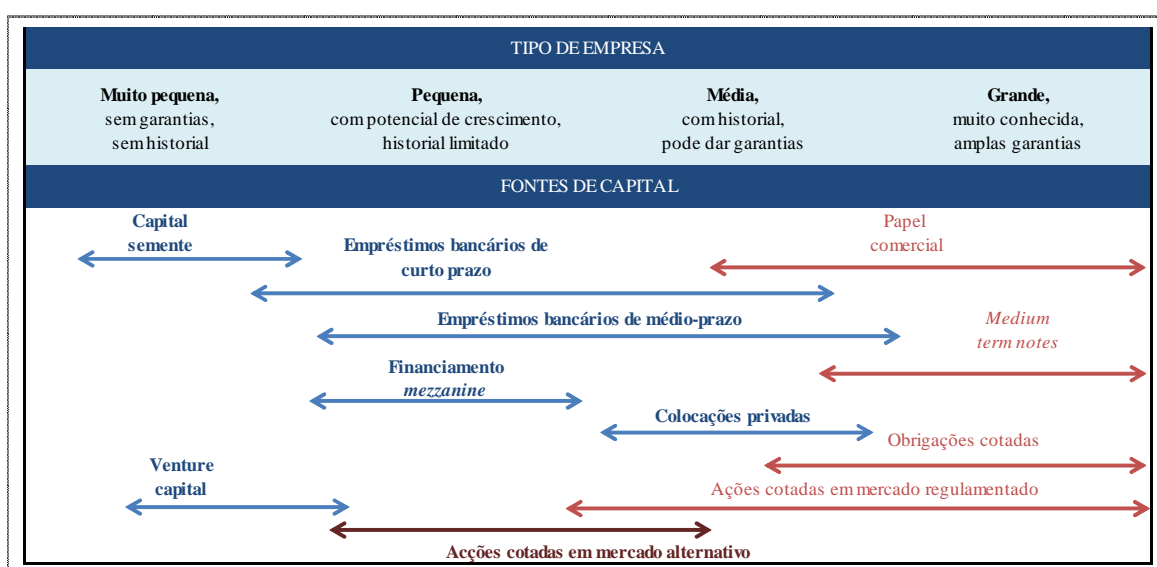


Figura 23: Fontes alternativas de capital.
Fonte: Adaptado de Marques (2006).

Marques (2006) identifica ainda o que considera ser algumas das principais vantagens do financiamento com base no mercado de capital, nomeadamente, o facto de que as empresas podem recorrer à Bolsa não só para listar as ações resultantes de aumentos de capital, mas também para abrirem o seu capital, mediante a realização de ofertas públicas iniciais (IPO), que lhes facultam uma estrutura diversificada de acionistas. Em qualquer das situações, o recurso à Bolsa traz significativas vantagens para as empresas emitentes através de um mecanismo de financiamento, muito mais amplo, muito mais flexível, muito mais transparente, muito mais adaptado às necessidades específicas e à estratégia da empresa emitente.

⁶⁹ Um modelo similar, de onde provavelmente este modelo terá sido extraído, pode ser encontrado em Berger e Udell (1988).

No caso concreto das ações cotadas na Euronext Lisboa, o facto de serem negociadas na plataforma do Grupo Euronext confere às empresas emitentes uma exposição internacional e possibilita-lhes o acesso direto aos mercados francês, holandês, belga e inglês (por via da Euronext Liffe). Assim, e em suma, tal facto facilita-lhes o recurso a opções de financiamento diversificadas, tanto ao nível dos produtos como dos investidores. Por outro lado, para as empresas que pretendam seguir a via da internacionalização, a simples inserção na lista das empresas cotadas no Grupo Euronext pode funcionar como uma primeira etapa na concretização desse processo. Ainda de acordo com o mesmo autor,

(...) a integração da bolsa portuguesa no Grupo Euronext fez com que os investidores nacionais passassem a contar com, uma oferta mais diversificada de valores mobiliários, um processo de negociação mais simples, porque completamente integrado, menores custos de negociação, maior liquidez (*ibid*).

Ainda de acordo com Marques, e na qualidade de presidente da *Euronext*, expressa como “muito preocupante” o facto de que as pequenas e médias empresas, incluindo as microempresas, representativas no seu todo de 97% do tecido empresarial português, não sejam financiadas pelo mercado de capitais, ressaltando ainda que, comparativamente com as suas congéneres europeias, apresentarem níveis de capitalização, em termos do capital próprio, bastante inferiores (Público, 2008).

Para o atual presidente da *Euronext*, as razões por trás da resistência à entrada no mercado de capitais prende-se “com fatores culturais e fatores objetivos, onde se inclui o modo como as empresas são geridas internamente, a disposição para passarem informações ao exterior e para partilhar liderança”. (*ibid*).

Na ótica de Marques (Invest, 2010), há importantes mitos que é necessário esclarecer relativamente à entrada de uma empresa no mercado de capitais. Uma das questões está associada à perda do controlo da empresa, o que não é necessariamente verdade. Embora seja necessário prestar mais informação ao mercado e ter em conta os novos investidores, a maioria do capital pode continuar a pertencer ao fundador da empresa. Pode funcionar, no entanto, como uma estratégia redutora do risco, tendo em conta que a empresa passa a não estar dependente de uma única pessoa, o empreendedor.

Note-se que, para a criação de incentivos à entrada no mercado de capitais, além da redução das exigências de prestação de informação, desde há criação do Alternext, da

Euronext, que algumas medidas têm sido propostos pelo Estado sem que, no entanto, tenham sido aplicadas na prática, onde se incluem a redução da taxa de Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (IRC) ou benefícios fiscais aos investidores em ações de PME, como a dedução parcial do valor investido em sede de Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (IRS) dos particulares ou a tributação desagravada dos dividendos recebidos (Diário de Notícias, 2006).

Outras das medidas nacionais previstas no plano do Governo para (2010-2013) incluem a criação de um fundo para prestar liquidez às PME cotadas, numa parceria entre o Instituto de Apoio às PME e ao Investimento (IAPMEI) e a NYSE Euronext (Jornal de Negócios, 2010). Algumas dessas intenções, já estavam inscritas no Orçamento do Estado para 2010, acabando, no entanto, por não ser transposta sob a forma de Lei. O objetivo era “criar estímulos do lado da oferta e da procura, respondendo às solicitações dos participantes no mercado e de entidades como a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e a Euronext Lisboa” (PME Líder, 2011). Previa-se uma majoração em 200% dos gastos com a admissão em bolsa, em sede de IRC, até um montante máximo de 200 mil euros, para as empresas que dispersassem pelo menos 25% do capital em bolsa, e a dedução à Coleta, em sede de IRS, de 25% dos valores aplicados por investidores em ações de PME ou unidades de participação em fundos de investimento mobiliário, até ao montante máximo de 500 euros (*ibid*).

Assim, pese a existência de iniciativas promotoras do acesso a novas fontes de financiamento para as PME, como os mercados bolsistas alternativos, alguns argumentos referidos por empresários apontam como restrições à entrada devem-se à evolução desfavorável dos mercados, mas também argumentos como a dimensão e estrutura da empresa, a complexidade do processo de IPO e a diluição do poder acionista/gestão (PME Líder, 2011). De acordo com Luís Laginha, Presidente da Euronext Lisboa, os custos de entrada foram determinantes na decisão de alguns empresários. No entanto, os custos de prestação de informação não são diferentes dos que as empresas já enfrentam na sua relação com os bancos e, como tal, passam mais por “mitos” do que “realidades. Assim, outros fatores identificados por Luís Laginha dizem respeito ao receio dos empresários em perder o controlo das suas empresas, de revelar o seu segredo à concorrência, de ter demasiada exposição pública, de partilhar as suas decisões com acionistas desconhecidos ou de gastar muito tempo e esforço a explicar publicamente o que fazem (*ibid*).

De facto, ainda recentemente, foi anunciado pelo atual presidente da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (Económico, 2011), Carlos Tavares, a criação de um conselho consultivo para as Pequenas e Médias Empresas (PME), destinada a estudar as formas de remoção de bloqueios ao financiamento, particularmente os que permitam aproximar as PME do mercado de capitais. De acordo com Carlos Tavares, “a CMVM quer envolver PME, intermediários financeiros, sociedades de capital de risco, universidades, sociedades gestoras de fundos e empresas já cotadas, de modo a que, "de uma vez por todas seja possível tentar fazer esta mudança cultural" que diversifique o financiamento das empresas portuguesas, que até aqui tem assentado sobretudo no crédito bancário.” Uma das questões também apontadas pelo presidente da CMVM, e relacionadas com a influência da fiscalidade, diz respeito à “tributação negativa dos capitais próprios”, considerado essencial para a entrada de mais empresas no mercado de capitais, tendo em conta que, em termos fiscais, os juros são fiscalmente dedutíveis, ao passo que os dividendos não o são, resultando assim num efeito de dupla tributação.

Também Teixeira dos Santos, ex-Ministro das Finanças e enquanto presidente da CMVM, revelava preocupação com o facto de que, “por um lado, que as empresas se financiem a um custo o mais reduzido possível, e por outro lado, que os investidores confiem nas empresas, nos seus gestores e nas cotações que são formadas em mercados secundários.” (Santos, 2000). Ainda de acordo com o mesmo autor, de entre os objetivos do referido mercado é possível destacar a possibilidade, por parte das empresas, de diversificação das fontes de financiamento disponíveis, de modo a reduzir o respetivo custo e, em consequência, aumentar a remuneração dos capitais próprios. No que toca aos investidores, era premente, segundo o anterior presidente do organismo regulador, “que os investidores sintam confiança na remuneração que lhes é possível obter na aquisição de valores mobiliários de empresas emitentes”, revelando a preocupação materializada em estatísticas oficiais europeias segundo as quais o financiamento empresarial através do setor bancário era a realidade de muitos países europeus, contrariamente à norte-americana, que se financiava recorrendo ao mercado de capitais.” As estatísticas também revelavam, destacava o mesmo autor, o dinamismo muito superior das empresas norte-americanas, comparativamente às empresas europeias (*ibid*).

O mais recente “retiro IPO”, realizado pela Euronext em Évora, em Outubro de 2011, contou com a participação de cerca de 20 empresas (PME) não cotadas, encontrando-se

presentes Luis Laginha de Sousa, CEO da NYSE Euronext Lisboa, John Mackey, *partner* para o mercado de capitais da Ernst and Young, e Luís Filipe Costa, presidente do conselho diretivo do IAPMEI, além de Pedro Raposo, do escritório de advogados Pedro Raposo e Associados. De acordo com um porta-voz da Euronext (NYSE Euronext, 2011b), no evento foi possível “esclarecer os presentes sobre os procedimentos inerentes à concretização de uma oferta pública inicial (IPO) e desmistificar a abrangência e as dificuldades das obrigações para as empresas, associadas à entrada e presença em Bolsa”. O objetivo do evento, de acordo com Luis Laginha de Sousa, passava por “discutir de uma forma abrangente mas informal, vários aspetos relacionados com os desafios das empresas, nomeadamente ao nível do financiamento, e algumas das possibilidades oferecidas pelo mercado de capitais para fazer face a esses desafios”. Tal questão, na ótica do CEO da NYSE Euronext Lisboa, revela-se ainda mais pertinente no contexto atual de restrição do crédito bancário, sendo que o mercado de capitais permite várias soluções que podem constituir alternativas a serem cada vez mais equacionadas pelas empresas em geral e pelas PME em particular” (*ibid*).

Para John Mackey, preparar uma empresa para um IPO representa, independentemente das condições económicas vigentes, o fortalecimento de uma empresa, tornando-a mais “preparada para usar todas as opções de financiamento disponíveis e fazer face às novas oportunidades e desafios” (NYSE Euronext, 2011b). O IAPMEI, por sua vez, representada por Luís Filipe Costa, referiu que “tem incentivado e contribuído para o adequado financiamento das PME considerando a necessidade destas atingirem maior dimensão competitiva para reforçarem a sua posição no mercado e fazerem face a processos de internacionalização” (*ibid*). Pedro Raposo, por fim, argumenta que “a desmistificação dos requisitos de entrada em Bolsa – que mais não são do que obrigações de comunicação e transparência das empresas para com o exterior e já estão incorporados na estrutura de custos da maioria das sociedades – é fundamental por forma a que os empresários possam fazer uso de uma ferramenta imprescindível para o seu crescimento e capitalização”. (*ibid*).

Também em Espanha o tema tem despertado relativo interesse, em particular desde o surgimento de um mercado de valores alternativo no referido país em 2008, sendo desse facto exemplo o estudo levado a cabo por um grupo de investigadores espanhóis (AECA, 2011). A CNMV, homóloga em Espanha da CMVM em Portugal, passou a

autorizar o funcionamento de um terceiro segmento de negociação, com um Mercado Alternativo Bursátil (MAB), destinado a “empresas de reduzida capitalização que procurem expandir-se, com uma regulamentação à medida, desenhada especificamente para elas, assim como custos e processos adaptados a suas características.” Os resultados identificados no estudo encontram-se apresentados no **Quadro 33** (*ibid*).

Elementos de análise:	Resultados:
Nível de conhecimento do MAB	Existe um escasso grau de conhecimento do MAB por parte das empresas espanholas (60,7% das empresas entrevistadas afirmam não conhecer esse mercado), sendo as empresas de serviço as que melhor conhecem os requisitos formais de acesso.
Razões para a entrada no MAB	Os motivos mais importantes que levariam as empresas à cotização no MAB seriam, por essa mesma ordem de importância, <ol style="list-style-type: none"> (1) O recurso a uma fonte de financiamento para o crescimento da empresa; (2) Asseguração da continuidade do negócio; (3) Mecanismo de diversificação do risco; e (4) Meio para superar possíveis restrições ao acesso ao financiamento bancário. Como motivos menos relevantes encontram-se listados os seguintes, <ol style="list-style-type: none"> (1) A implementação de um governo corporativa; (2) A resolução de problemas de sucessão; e (3) O incremento de investimentos em investigação, desenvolvimento e inovação.
Barreiras ou desvantagens à cotização no MAB (amostra total)	Como principais barreiras ou desvantagens à cotização nesse mercado encontram-se, analisando-se a amostra como um todo, <ol style="list-style-type: none"> (1) A perda do controlo da sociedade; (2) A turbulência dos mercados financeiros; (3) A resistência à mudança por parte dos proprietários. Contrariamente, e como barreiras menos importantes, encontram-se, <ol style="list-style-type: none"> (1) Os sistemas de controlo de gestão insuficientes; (2) A falta de pessoal interno especializado; (3) A complexidade dos trâmites necessários envolvidos no processo de cotização no MAB.
Barreiras ou desvantagens à cotização no MAB (empresas familiares vs empresas não familiares e setor de atividade)	Ressalve-se ainda que, segmentando a amostra, verifica-se que, para as empresas familiares, a perda de controlo é a barreira mais importante, seguindo-se-lhe a resistência a mudança; ao passo que para as não familiares é a turbulência dos mercados financeiros, em primeiro lugar, e a perda de controlo, em segundo. Ainda no que diz respeito às desvantagens atrás referenciadas, as empresas familiares apresentam ainda diferenças estatisticamente significativas face às empresas não familiares com respeito aos aspetos relacionados com a complexidade do processo, às elevadas exigências de informação, à perda de confidencialidade, aos elevados custos de saída, à resistência à mudança dos diretores, aos sistemas de controlos de gestão insuficientes e à falta de pessoal interno especializado. Relativamente à análise por setor de atividade, por outro lado, não se constatarem diferenças significativas.
Cultura financeira dos empresários	Outra conclusão do estudo refere ainda que a cultura financeira pode converter-se, a médio e longo prazo, como um fator decisivo para uma maior aceitação de fontes de financiamento alternativas, para além do financiamento bancário tradicional, por parte das empresas.

Quadro 33: Resultados do estudo realizado em Espanha sobre o MAB.

Fonte: AECA (2011).

Mesmo com os referidos fatores de atração para empresas em expansão, de acordo com os autores do referido estudo (AECA, 2011), o MAB não conseguiu uma ampla aceitação no tecido empresarial espanhol. Para os autores, as razões são muitas, e vão além da recente crise financeira, incluindo a escassa cultura financeira nas PME, a resistência à mudança e o risco de perda de controlo da empresa, além da falta de conhecimento ou da perceção de complexidade e de dificuldade de acesso a um mercado que desconhecem.

Na base de tais conclusões, encontra-se um estudo efetuado pelos investigadores a CEO (*Chief Executive Officer*) de 837 empresas espanholas, durante os meses de Junho a Setembro de 2010. Com base na revisão de literatura efetuada, foi elaborado um conjunto de questões indicativas dos principais problemas identificados como barreiras à entrada nesse mercado, os autores analisaram as respostas com base em tabelas de contingência baseadas no teste do Qui-quadrado de Pearson, bem como a correção de continuidade sobre a fórmula de Pearson, no intuito de identificar uma associação entre as variáveis. Para a análise de diferenças de média, tendo em conta o setor de atividade e ao facto de se tratar de empresas familiares, ou não, foi utilizada a análise de variância (ANOVA). Ao fim do estudo, os investigadores apresentaram uma série de propostas com vista à promoção do MAB no mercado espanhol, incluindo nessa matéria a divulgação de mais informação aos empresários, incentivos fiscais às empresas e aos investidores e, por último, a criação de informação financeira relativamente às empresas do MAB. Notícias recentes referem que as PME com valores mobiliários admitidos à negociação apresentaram, em 2011, um crescimento da faturação em torno de 46%, e o Resultado antes de Juros, Impostos e Depreciações/Amortizações (EBITDA) um incremento de 21%, ao passo que o número de trabalhadores aumento de entre 5% e 20%, sendo 21 o número de empresas cotadas e mais quatro com projeto de entrada em curso (Cinco Días, 2012). Ressalve-se ainda que um inquérito feito às empresas participantes do MAB revelaram perspectivas otimistas, pese a crise vivida na Europa (*ibid*).

3.2.2. O financiamento com base em *private equity*

O financiamento com base em *private equity* apresenta na figura das sociedades de capital de risco e dos investidores de capital de risco, designados de *business angels*, a sua principal caracterização. O investimento das sociedades de capital de risco e

investidores de capital de risco em outras empresas caracteriza, na ótica da entidade financiada, o financiamento caracterizado como sendo baseado em capital de risco.

De acordo com o IAPMEI (2006), o capital de risco pode ser definido como,

Uma forma de investimento empresarial, com o objetivo de financiar empresas, apoiando o seu desenvolvimento e crescimento, com fortes reflexos na gestão. É uma das principais fontes de financiamento para jovens empresas, “start-up’s” e investimentos de risco com elevado potencial de rentabilização.

Comparativamente com outras fontes de financiamento, onde se incluem o financiamento bancário, os subsídios do governo, as ofertas em mercado bolsista e a angariação de investidores privados, o capital de risco destaca-se “pela análise concreta dos projetos apresentados, do seu potencial de crescimento e da relação com o risco.” (*ibid*).

Outra característica essencial do capital de risco, mormente quando comparado com o financiamento bancário, enquanto os bancos obtém remuneração a partir dos juros cobrados, os ganhos dos investidores (ICR e SCR) estão dependentes do sucesso da empresa objeto de financiamento.

Outro aspeto digno de nota prende-se com o facto de, enquanto os bancos preocupam-se fundamentalmente com a análise da situação financeira da empresa (como a análise de rácios tais como o *debt to equity ratio*) e das garantias prestadas os investidores estão mais preocupados com a análise do potencial de crescimento e valorização da empresa, em detrimento da sua solvabilidade. De acordo com a investigação realizada por Ferreira (2009), a atividade de capital de risco teve início, em Portugal, no ano de 1986, data de criação de legislação específica para o efeito, tendo a atividade passado por um crescimento significativo até ao ano de 1991, período durante o qual foram criadas 29 sociedade de capital de risco.

A atividade de capital de risco encontra-se regulamentada e sujeita à supervisão da CMVM, sendo que até 2002, ano em que foi introduzida o Decreto-Lei nº 319/2002, de 28 de Dezembro, tal supervisão era compartilhada com o Banco de Portugal e apenas podia ser exercida por sociedades de capital de risco (SCR). Atualmente, além das SCR e dos *business angels*, existem ainda os denominados fundos coletivos de investimento em capital de risco, onde se incluem os Fundos de Capital de Risco (FCR) e os Fundos

de Reestruturação e Internacionalização Empresarial (FRIE), que se caracterizam pelos elementos apresentados no **Quadro 34** (IAPMEI, 2006).

Fundos de Capital de Risco (FCR):	Fundos de Reestruturação e Internacionalização Empresarial (FRIE):
<p>Os FCR são uma modalidade de fundos de investimento imobiliário (fundos fechados), cujo património é composto por quotas de capital, ações e obrigações não cotadas no mercado bolsista, sendo administradas por sociedades de capital de risco.</p> <p>Podem igualmente exercer a administração dos FCR, na qualidade de sociedades gestoras, os bancos comerciais ou equiparados e os bancos de investimento, as sociedades de investimento regional e as sociedades de investimento.</p> <p>Tratando-se de fundos fechados, o capital a investir deve obrigatoriamente estar fixado no ato da sua constituição.</p>	<p>Os FRIE distinguem-se dos FRC pelo seu objeto e natureza, tendo como principal objeto a aquisição de empresas que pretendam desenvolver processos de reestruturação, tendo a natureza de fundos de investimento mobiliário aberto.</p> <p>Tendo uma natureza mais específica, tais fundos só podem adquirir participações sociais de sociedades que,</p> <ul style="list-style-type: none"> • Pertencam a sectores declarados em reestruturação por resolução do Conselho de Ministros; • Contribuam para o reforço da competitividade e da eficiência empresarial, através do lançamento de novas empresas ou da modernização e expansão das unidades produtivas já existentes; • Estejam envolvidas na concretização de investimentos diretos no exterior e pretendam, com investimentos adicionais, elevar o valor acrescentado nacional das respetivas atividades exportadoras ou instalar estabelecimentos no exterior, isolada ou conjuntamente, com outras empresas nacionais ou locais.

Quadro 34: Distinção entre os FCR e os FRIE.
Fonte: IAPMEI (2006).

O Decreto-Lei nº 319/2002, de 28 de Dezembro, foi alvo de alterações posteriores, sendo revogado numa fase seguinte pelo Decreto-Lei nº 375/2007, de 8 de Novembro. Este último traz como novidade, além da extinção da obrigatoriedade de os valores que integram o património do FCR serem confiados a uma única instituição depositária e da flexibilização das alterações ao regulamento de gestão, a instituição dos investidores em capital de risco (ICR), também designados por *business angels*, constituídos como sociedades unipessoais por quotas. Tais entidades surgem no intuito de “distinguir -se o património afeto ao capital de risco face ao seu restante património pessoal, o que é justificado pela necessidade e garantir requisitos de transparência. Apenas pessoas singulares podem recorrer à figura do ICR.”

Mais recentemente foi anunciada a constituição em Portugal de uma única instituição de capital de risco pública resultante da fusão dos três operadores de capital de risco público atualmente existentes, nomeadamente, da Inov Capital, da Agência para o Investimento e Comércio Externo de Portugal (AICEP) Capital e da Turismo Capital, desenvolvendo uma estratégia mais integrada e como forma de resolução de um dos

“grandes problemas” sentidos no país, segundo Carlos Nuno Oliveira, secretário de Estado do Empreendedorismo, Competitividade e Inovação, a existência de empresas nacionais altamente descapitalizadas (IONLINE, 2012b).

Na ótica do IAPMEI (2006), o capital de risco constitui uma alternativa interessante de financiamento às PME, particularmente pela dificuldade que estas encontram na fase de desenvolvimento e crescimento, tendo em conta ainda os seguintes fatores:

- O Capital de Risco é um investimento no capital social ou outros ativos patrimoniais *equity* de Pequenas e Médias Empresas ou na sua criação e desenvolvimento, em sectores de mercado altamente competitivos e caracterizados pela inovação - de produtos, serviços, processos de produção ou distribuição com grande potencial de crescimento e rentabilidade.
- É um investimento associado a elevados níveis de risco, realizado por investidores individuais ou institucionais, por um prazo limitado.

O mercado de capital risco, especialmente para as empresas em fase de arranque, continua a ser um fenómeno limitado na Europa, tendo-se em conta que, segundo aponta algumas das conclusões de um relatório europeu (CE, 2011ab), o mercado de capital de risco para o arranque das empresas representa apenas cerca de 2 mil milhões de euros anuais, ou seja, somente 25 % do equivalente nos Estados Unidos. Só uma em cada 50 PME recorre a uma empresa de capital de risco para a obtenção de financiamento. As informações sobre este tipo de financiamento são facilmente acessíveis, mas é frequente as PME desconhecerem as possibilidades de obterem capital de risco. Esta questão prende-se também com a posição conservadora dos empresários europeus face ao risco, pois parecem preferir recorrer aos serviços bancários em vez de optarem pelo financiamento de capital de risco.

Tendo a sua origem e desenvolvimento mais destacado nos países de origem anglo-saxónicos, sendo inclusive de referir o nascimento do conceito nos Estados Unidos da América⁷⁰, na década de 40 (Ferreira, 2009), a generalidade das designações associadas a esse tipo de investimento encontram-se ligadas ao léxico da língua inglesa, algumas das quais caracterizadas no **Quadro 35**, sendo possível identificar eventuais variações aos termos adiante apresentados (IAPMEI, 2006).

⁷⁰ A criação da primeira sociedade de investimento em capital de risco, a American Research and Development, de acordo com a investigação realizada por Ferreira (2009), foi registada em 1946 no mesmo país.

Modalidade:	Características:
<i>Seed Capital</i>	Financiamento dirigido a projetos empresariais em fase de projeto e desenvolvimento, antes mesmo da instalação do negócio, envolvendo muitas vezes o apoio a estudos de mercado para determinar a viabilidade de um produto ou serviço, mas também ao desenvolvimento de produto a partir de projetos ou estudos. Este investimento é o que oferece mais desafios para a indústria do Capital de Risco, partindo muitas vezes de ideias originais que carecem de suporte financeiro e de gestão para singrar, sendo o financiamento que mais estimula a participação do investidor na gestão e organização do projeto empresarial.
<i>Start-Up</i>	O <i>start-up</i> implica o investimento no capital de empresas já existentes e a funcionar, ou em processo final de instalação, com um projeto desenvolvido, mas que não iniciaram ainda a comercialização dos produtos ou serviços. Geralmente o investimento é destinado ao marketing inicial e ao lançamento dos produtos, serviços ou conceitos desenvolvidos. Muito embora as empresas <i>start-up</i> sejam normalmente empresas de pequena dimensão, começa a desenvolver-se um interesse cada vez maior das indústrias tradicionais na criação e desenvolvimento de conceitos inovadores através destas empresas.
<i>Other early stage</i>	Este investimento é dirigido a empresas recém-instaladas, que completaram a fase de desenvolvimento de produto e que possam já ter iniciado a comercialização, mas ainda sem lucros, sendo destinado à melhoria dos processos de fabrico e comercialização, e ao marketing.
<i>Growth</i>	Este investimento, também designado de desenvolvimento ou de crescimento, é destinado a empresas que atingiram maturidade, mas que não têm capacidade própria para expandir o seu negócio, aumentar a sua capacidade de produção ou desenvolver técnicas de comercialização e promoção.
<i>Management Buy-Out (MBO)</i>	Este investimento de risco destina-se a apoiar a aquisição do controlo da empresa pela Administração ou por sócios minoritários. Exemplos destas operações vão da aquisição de subsidiárias de grandes grupos empresariais pelos seus gestores, até à aquisição do controlo de empresas ou grupos familiares, prévios à sua cotação em Mercado de bolsa.
<i>Management Buy-in (MBI)</i>	Este financiamento destina-se a suportar a tomada de controlo da Administração de uma empresa por uma equipa de gestores externa.
<i>Buy-in Management Buy-out (BIMBO)</i>	Financiamento destinado a permitir o controlo da empresa pela Administração, auxiliada pela entrada de uma equipa de gestores externa (funde o MBO e o MBI).
<i>Institutional Buy-out (IBO)</i>	Este tipo de investimento de Capital de Risco implica um envolvimento extraordinário do investidor, destinado a permitir à Sociedade de Capital de Risco ou ao investidor de risco o controlo da empresa, sendo geralmente precursor de um MBO.
<i>Replacement equity</i>	Também designado de Capital de Substituição, permite a um investidor tradicional da empresa (não relacionado com Capital de Risco, por exemplo, um outro acionista,) adquirir a participação de outro investidor.
<i>Bridge financing</i>	Investimento destinado a suportar a transição de uma empresa para cotação em mercado de bolsa.
<i>Resgate/ Turnaround</i>	Destinado a empresas com uma situação financeira difícil, pré-insolvência, tem como objetivos implementar projetos de reestruturação económica e recuperação financeira.
<i>PtoP (Public to Private)</i>	É uma modalidade de investimento de risco também designada de OPA de exclusão, e sem qualquer visibilidade no mercado português, visando adquirir a totalidade do capital de uma sociedade cotada em mercado de bolsa para a retirar desse mercado.

Quadro 35: Modalidades de investimentos associados ao capital de risco

Fonte: IAPMEI (2006).

Ainda com base na investigação realizada pelo mesmo autor, a atividade de capital de risco teve início na Europa por volta de 1980, tendo-se acentuado o seu crescimento na década de 90 do século passado em países como o Reino Unido, a Holanda, a Alemanha ou a França e, inicialmente, “num sentido diferente ao do conceito inicial.” (Ferreira, 2009)

A European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) é uma associação sem fins lucrativos, criada em 1983 por iniciativa da Comissão Europeia e sediada em Bruxelas com a finalidade de representar e promover o setor europeu da *private equity* e da *venture capital* (EVCA, 2012a). A referida entidade distingue os conceitos de *private equity* e do *venture capital*, considerando que, no primeiro caso, está em causa o financiamento concedido a empresas não cotadas em bolsa (cuja forma de financiamento é designada de *public equity*), e que inclui o *growth*, o *rescue/turn around*, o *replacement capital* e o *buyout*; no segundo, está em causa um tipo específico de investimento centrado, fundamentalmente, nas *startups*, mas que inclui também os projetos do tipo *seed* e *later-stage venture* (*ibid*).

De acordo com dados relativos a 2011 divulgados pelo mesmo organismo (EVCA⁷¹, 2012c), mais de 85% dos investimentos baseados em *private equity* na União Europeia foram destinados às PME, sendo que 60% do total dos investimentos foram destinados ao financiamento sob a forma de *venture capital*. A **Figura 24** apresenta o investimento em *private equity*, em % do produto interno bruto (estatísticas do mercado) relativos ao referido ano (2011) para o conjunto dos países da UE.

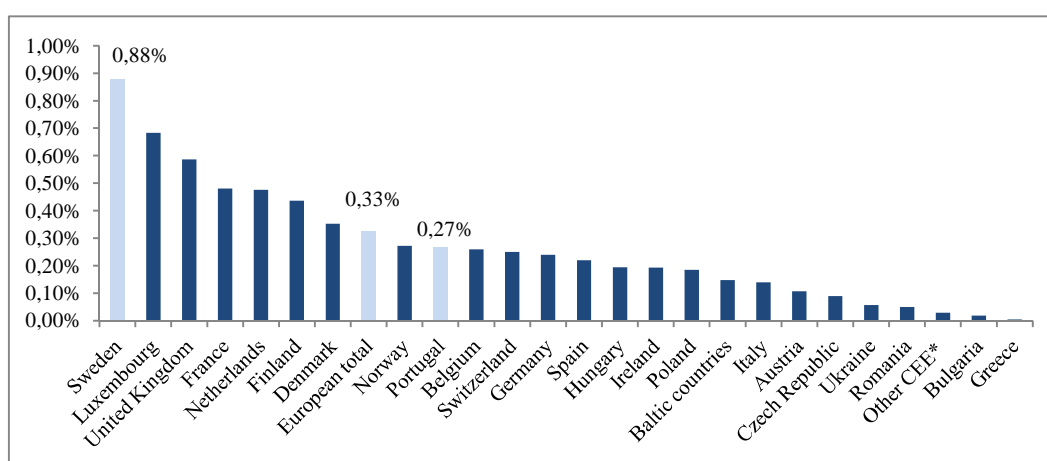


Figura 24: Investimento em *private equity* em % do produto interno bruto (2011).
Fonte: EVCA (2012c).

⁷¹ Segundo a EVCA, os dados recolhidos para Portugal foram fornecidos pela Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento (APCRI).

Com base no gráfico anterior, é possível constatar que Portugal não se afasta significativamente do valor identificado para o total da UE a 27 EM, com a Suécia a ocupar a primeira posição.

A **Figura 25** apresenta, por sua vez, o investimento em *venture capital* em % do produto interno bruto (estatísticas do mercado), com base em dados relativos a 2010, dos países da União Europeia.

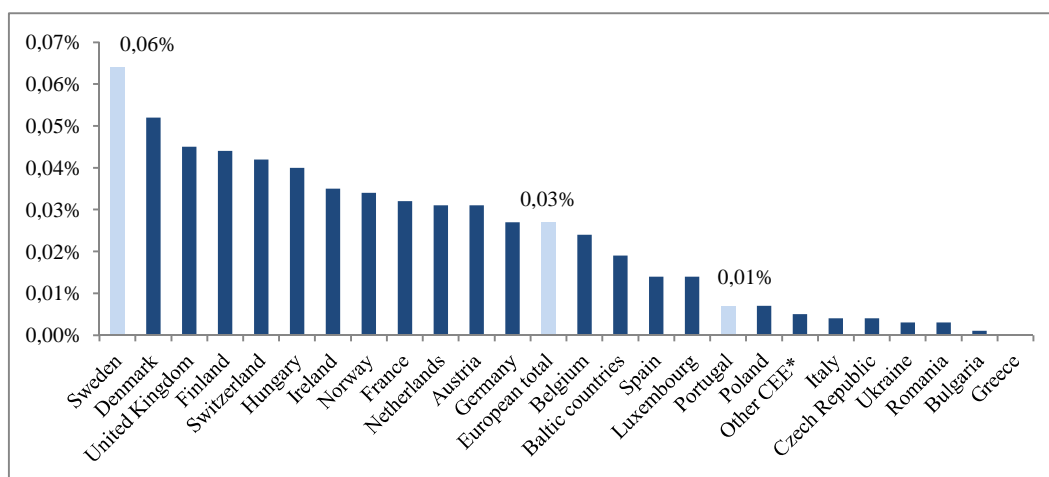


Figura 25: Investimento em *venture capital* em % do produto interno bruto (2011).
Fonte: EVCA (2012c).

De modo similar ao identificado no gráfico acima, a Suécia mantém a primeira posição também nesse contexto. Distintamente, no entanto, do que se observou relativamente do *private equity*, no contexto do *venture capital*, Portugal já se afasta mais – em termos de posicionamento (*ranking*), apenas – do total da UE a 27 EM.

Os quadros seguintes, por sua vez, apresentam algumas estatísticas (valores de mercado), relativas aos anos mais recentes (2010 e 2011), recolhidas pela mesma entidade, especificamente para Portugal, a partir do qual é possível identificar os estágios e sectores de maior interesse para as sociedades e investidores em capital de risco (EVCA, 2012c).

No que diz respeito ao estágio da atividade empresarial, é possível identificar através do **Quadro 36**, e para os anos em análise, uma maior concentração do interesse dos investidores nas *start-ups* (investimento caracterizado por empresas em início da atividade empresarial), no contexto do investimento em *venture capital*, e *buyouts* (aquisições para controlo), no contexto do *private equity*.

Montante em milhares de euros
Número corresponde ao número de empresas

Stage focus	2010				2011			
	Montante	%	Número	%	Montante	%	Número	%
Seed	35	0,0	1	1,4	480	0,1	3	4,0
Start-up	53.176	26,4	37	52,1	9.480	2,6	21	28,0
Later stage venture	12.146	6,0	6	8,5	2.886	0,8	9	12,0
Total venture	65.358	32,5	44	62,0	12.846	3,5	33	44,0
Growth	5.707	2,8	7	9,9	10.978	3,0	14	18,7
Rescue/Turnaround	1.534	0,8	2	2,8	5.569	1,5	3	4,0
Replacement capital	8.000	4,0	1	1,4	0	0,0	0	0,0
Buyout	120.614	59,9	17	23,9	337.996	92,0	25	33,3
Total Investment	201.213	100,0	69	100,0	367.390	100,0	73	100,0

Quadro 36: Estatísticas de venture capital e private equity em Portugal.
Fonte: EVCA (2011).

Em termos sectoriais, é possível destacar, por essa ordem, e tendo por base o **Quadro 37**, o setor do Comércio, os segmentos ligados à Indústria e, por fim, os segmentos ligados aos outros serviços. Note-se ainda que, na passagem de 2010 para 2011, constata-se um relativo incremento dos investimentos efetuados a partir de uma análise efetuada quer em termos do montante total investido quer em termos do número de empresas investidas.

Amounts in € thousands
Number in number of companies

Setor focus	2010				2011			
	Montante	%	Número	%	Montante	%	Número	%
Agriculture	506	0,3	3	4,3	1.058	0,3	2	2,7
Business and industrial products	21.427	10,6	8	11,6	89.019	24,2	9	12,3
Business and industrial services	281	0,1	2	2,9	51	0,0	1	1,4
Chemicals and materials	74.570	37,1	5	7,2	44.714	12,2	4	5,5
Communications	3.640	1,8	3	4,3	230	0,1	2	2,7
Computer and consumer electronics	5.028	2,5	9	13,0	5.168	1,4	12	16,4
Construction	0	0,0	0	0,0	2.000	0,5	1	1,4
Consumer goods and retail	19.487	9,7	14	20,3	146.543	39,9	16	21,9
Consumer services	20.130	10,0	5	7,2	12.633	3,4	4	5,5
Energy and environment	15.586	7,7	7	10,1	3.494	1,0	6	8,2
Financial services	0	0,0	0	0,0	250	0,1	1	1,4
Life sciences	2.393	1,2	9	13,0	15.732	4,3	11	15,1
Real estate	0	0,0	0	0,0	43.027	11,7	3	4,1
Transportation	38.165	19,0	4	5,8	3.472	0,9	1	1,4
Unknown	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Total investment	201.213	100,0	69	100,0	367.390	100,0	73	100,0
Subtotal High-Tech	16.538	8,2	12	17,4	13.563	3,7	18	24,7

Quadro 37: Estatísticas de venture capital e private equity em Portugal.
Fonte: EVCA (2011).

Através de um estudo realizado em Portugal, em 2009, pela Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento (APCRI, 2009), entidade que, em Portugal, representa os interesses das “entidades que realizem, promovam ou contribuam para a atividade de capital de risco” destacam-se as conclusões apresentadas no **Quadro 38** com base nas respostas de 11 operadores associados, e abrangendo uma amostra de 142 entidades participadas por estes.

Elemento:	Resultados:
Dimensão das investidas	Verifica-se um equilíbrio entre o investimento efetuado em pequenas e médias empresas (31% em cada um dos casos), 14% são grandes e 25% microempresas.
Forma jurídica	Cerca de 73% das entidades são sociedades anónimas, 18% SGPS e apenas 7% sociedades por quotas.
Localização geográfica	Em termos de localização geográfica, 43% situam-se na região da Grande Lisboa (incluindo Setúbal), 28% da zona Norte e 15% na zona Centro.
Maturidade	No que diz respeito à maturidade, 64% das empresas foram constituídas após 2001 e 19% de 1991 a 2000, 9% entre 1981 e 1990 e outros 9% antes de 1980;
Relações com o exterior	Em 23% dos casos, as entidades participadas têm mais de 50% da sua faturação voltada para o exterior, sendo de destacar, no entanto, que em 71% dos casos tem menos de 25% da sua faturação destinada ao segmento internacional.
Investimentos em publicidade e formação profissional	Relativamente aos investimentos em publicidade, 58% das empresas investidas não investe regularmente em publicidade, sendo que apenas 57% das empresas possuem uma página de Internet, 70% das quais há menos de cinco anos. Do conjunto de empresas analisadas, menos de 80% investe regularmente em formação profissional.
Desenvolvimento tecnológico e das atividades	As sociedades de capital de risco participantes do estudo referem que, em 43% dos casos as participadas apresentam um bom nível de desenvolvimento tecnológico no desenvolvimento das suas atividades, sendo mesmo em 26% dos casos muito bom e em 27% dos casos apenas razoável.
Investimento em ativos fixos	Note-se ainda que, em 73% dos casos não há planos para de investimento em ativos fixos a curto prazo, ao passo que 46% das investidas não possui qualquer tipo de marca ou patente registada no seu nome.
Objetivo dos operadores	34% dos projetos financiados prendiam-se com projetos de expansão, 30% com capital de arranque, 15% com capital semente, 12% MBO e 8% reestruturação
Intervenção na gestão das investidas	A intervenção dos investidores na gestão das participadas materializa-se, em 63% dos casos, pela introdução de um administrador ou gerente não executivo e em 12% dos casos através de um administrador ou gerente executivo. Em 25% dos casos não há qualquer tipo de intervenção na gestão direta das participadas.
Satisfação dos investidores	Na ótica dos investidores, o projeto que deu origem à participação apresenta um bom grau de execução em 49% dos casos, um nível muito bom em 13% dos casos e em 22% dos casos razoável. Note-se que em 16% dos casos foi considerado insatisfatório.
Opinião sobre o nível de gestão das participadas	Quanto ao nível de gestão das participadas, os investidores consideraram quem em 74% a equipa de gestão era boa ou mesmo muito boa. Em 17% dos casos é razoável em 7% é má.
Sistema de gestão e de reporte de informação	Em 68% dos casos, os investidores consideram que as suas participadas apresentam um sistema de gestão e de reporte de informação bom ou mesmo muito bom. No entanto, em apenas 50% dos casos consideraram os sistemas de informação como bom em termos de eficácia e razoáveis em 29% dos casos.

Quadro 38: Resultados do questionário aos investidores em capital de risco.
Fonte: APCRI (2009).

A referida associação destaca, assim, como vantagens do investimento em capital de risco, os seguintes aspetos (APCRI, 2009):

- Do ponto de vista financeiro, melhora a estrutura financeira da empresa, diversifica a origem dos fundos, contribuindo assim para a redução do risco financeiro. Por outro lado, e ao contrário de um empréstimo bancário, “uma intervenção de capital de risco implica também a assunção do risco do negócio por parte do operador, à semelhança dos restantes sócios ou acionistas”.
- Outras questões prendem-se ainda com a mudança de cultura organizacional por vezes implementada pelos investidores mais ativos na gestão dos negócios, incluindo a melhoria em termos de reporte da informação. Independentemente da dimensão empresarial da investida, em geral implica ainda uma alteração no modelo de governação; e
- Outras das vantagens encontram-se ainda associadas à redução da assimetria da informação, pela imagem de credibilidade que transmite e melhorias no reporte da informação ao exterior.

Neto e Filho (2008) apontam alguns benefícios ao recurso ao capital de risco, como modalidade de financiamento, no contexto das PME, incluindo os seguintes fatores:

- O acesso a investimentos que de outra forma não estariam disponíveis;
- A diminuição do risco associado a essas empresas, através da formação de carteiras diversificadas;
- Proporciona aos investidores e às empresas um retorno compatível com o risco assumido;
- Promove o crescimento da entidade com um reduzido nível de endividamento.

Ressalve-se que, como contrapartida do investimento efetuado, os investidores de risco passam a tomar decisões de carácter estratégico, com a possibilidade de, eventualmente, ter o direito de veto em determinadas decisões e/ou a capacidade de indicação de novos gestores.

De acordo com Gilson e Black (1998), o capital de risco tem servido em algumas economias para acelerar a entrada das PME no mercado de capitais. De acordo com os autores, dado o posicionamento das sociedades de capital de risco e outras sociedades gestoras de fundos de capital de risco no processo de financiamento, torna-se possível “instrumentalizar o estudo dos fatores que tornam atrativo o investimento numa

empresa de menor dimensão e identificar quais as limitações do mercado de capitais em resposta à sua necessidade de desinvestimento nas suas participadas.”

Por outro lado, refira-se ainda que, mais recentemente, as novas exigências oriundas do acordo de Basileia, ao que se somam os efeitos das crises financeiras mundiais, têm levado a um aumento da restrição ao crédito às PME. De acordo com Ueda (2004), as sociedades e investidores em capital de risco apresentam-se como uma alternativa satisfatória nesse contexto, uma vez que os mesmos estão em condições de, em teoria, avaliar os projetos empreendedores mais eficazmente do que os bancos, o que leva a que as empresas que recorram a este tipo de investimento apresentem menos problemas de assimetria informacional.

Pavani (2003) afirma que o capital de risco apresenta-se como uma alternativa viável, na medida em que o investidor de risco aposta em entidades onde pretende investir o seu capital, “atendendo ao potencial de crescimento, dividindo assim o risco com o empreendedor, vislumbrando ganhos com boa remuneração, atrelados à distribuição dos lucros, dividendos da empresa e do retorno efetivo do capital.”

Para Heimer *et al.* (2008), as PME desempenham um papel crucial para as economias europeias, facto que se tem demonstrado através de números reveladores da importância crucial das PME para as economias nacionais. De acordo com os autores, no contexto da discussão pública e política em torno desse tema, é frequentemente mencionada por representantes das PME, bem como associações de PME, que o acesso das PME às fontes de financiamento externas disponíveis ainda é inferior. Tendo como ponto de partida a importância das PME para as economias nacionais e a discussão relativa ao acesso ao financiamento por parte das PME, o estudo analisa as quatro seguintes questões no contexto de cinco países, nomeadamente, a Áustria, França, Alemanha, Polónia e no Reino Unido:

- A importância das PME para as economias nacionais;
- O acesso ao financiamento das PME no contexto dos países analisados no estudo;
- A disponibilidade de capital de risco para as PME; e
- Os regimes fiscais a influência do sistema fiscal no financiamento empresarial.

Na base das conclusões do estudo de Heimer *et al.* (2008) encontra-se o facto de que a fiscalidade exerce uma forte influência sobre as transações baseadas em *private equity*,

sendo o acesso ao financiamento por parte das PME influenciado quer pelo aumento da capacidade de autofinanciamento das PME (financiamento interno) quer pelo recurso a outras fontes de financiamento externo, sendo este por vezes um fator impeditivo à entrada das sociedades e investidores em capital de risco em tais empresas.

Vadnjal (2003) discute a existência de fontes alternativas de financiamento das PME, necessários ao preenchimento da lacuna existente relativamente ao financiamento necessário às diferentes fases de crescimento de empresas inovadoras, centrando-se, porém, fundamentalmente no capital de risco, formal ou informal, o primeiro caracterizado pela sua tradicionalmente menor importância na Eslovênia, país objeto do estudo. O capital de risco informal, por sua vez, identificado com a figura dos *business angels*, tem recentemente conhecido esforços para a união em rede de investidores. Para o autor, há uma diferença básica entre o financiamento através do capital próprio e através do passivo, nesse último caso, o credor tem o direito legal de receber a devolução do capital concedido, acrescido de juros, não lhe importando se a empresa foi bem-sucedida, ou não, com o financiamento concedido. O financiamento com base no capital próprio, por sua vez, implica uma participação do investidor nos “bons e maus momentos” da atividade empresarial, o que implica que os retornos dos investidores são uma função direta e exclusiva da rentabilidade da empresa investida. O fracasso da empresa investida significa a perda para os investidores, resultado que o financiamento do capital próprio assume um risco mais elevado, tendo a expectativa de lucros como recompensa.

Baldi (2007) analisou, com base em informação recolhida através de questionários conduzidos em distintos períodos, a informação relativa às PME italianas que utilizam exclusivamente *equity capital* como fonte de financiamento, ressaltando que enquanto muitos estudos têm discutido o crescimento empresarial com base em capital externo, poucos estudos analisam o uso do *equity capital* pelas PME italianas. As variáveis utilizadas foram agrupadas em torno das características da empresa (maturidade, característica exportadora, localização, rentabilidade e risco), das estruturas de governação e estratégia (inovação, pesquisa e desenvolvimento, definidas como variáveis *dummies*, a governação⁷² e o crescimento, com base no número de trabalhadores). As principais conclusões do estudo, a partir da aplicação de um modelo

⁷² Variável obtida com base na percentagem de membros familiares trabalhadores sobre o número de trabalhadores.

econométrico, identificaram que as PME que utilizam exclusivamente recursos internos não estão orientadas à exportação, apresentando uma tendência doméstica mais fortalecida, apresentam uma rentabilidade fortalecida, um baixo perfil de risco, não sendo, contudo, inovadoras e apresentando reduzidos investimentos em investigação e desenvolvimento e uma estrutura de governação baseada na relação entre membros familiares. De acordo com o autor, tais características originam, para além da restrição à escolha de fontes de financiamento alternativas, uma cultura de pouca inovação, crescimento e criação de valor. Alternativamente, os investidores de *private equity* possibilitam a adoção de modelos de governação mais disciplinados.

Correia e Armada (2007) realizaram em 2003 um estudo, através de entrevistas semiestruturadas, a uma amostra representativa de SCR (os *business angels* não foram incluídos, dada a sua reduzida importância à data) a operar em Portugal, com o objetivo de identificar os fatores que estão por trás das decisões das participadas em solicitar o investimento dos operadores de capital de risco, bem como as formas de intervenção destas nas empresas participadas e o contributo deixado pelas SCR após a sua intervenção. Como principais conclusões do estudo ressaltam-se os seguintes aspetos,

- Previamente à solicitação do investimento, as empresas utilizavam maioritariamente o capital próprio interno e o empréstimo bancário de curto prazo como fontes de financiamento, sendo que, após e durante a participação, passaram a obter maioritariamente fundos com carácter de longo prazo, reforçando uma imagem de maior credibilidade e garantias para o exterior;
- Entre as razões para a procura das SCR por parte das participadas encontram-se, em ordem decrescente de importância, a injeção de capital próprio na empresa, a possibilidade de utilização da rede de contactos da SCR e a reestruturação/recuperação da participada;
- Na seleção das SCR, as empresas participadas tem em conta, por ordem decrescente de importância, os critérios de investimento, as preferências de investimento e os contributos das SCR;
- Do lado das SCR, a seleção passa, com o mesmo grau de importância, pelas características do promotor, as características do projeto/produto, as características da equipa de gestão e o peso dos capitais próprios internos;
- Como dificuldades à obtenção dessa fonte de financiamento destaca-se a falta de transparência/indistinção entre o património pessoal e o património da empresa;

- A intervenção das SCR é mais solicitada, por ordem decrescente de importância, nas fases de crescimento, diversificação e maturidade;
- Na fase de intervenção, as SCR passam a deter cerca de 35% do capital das participadas. Após o desinvestimento a participação retorna para os promotores por recompra (a forma mais comum de desinvestimento identificada);
- Como cláusulas contratuais impostas pelas SCR incluem-se a participação através de ações ordinárias, investimento com entrada gradual de fundos, o direito de voto e o direito à informação, participação no Conselho de Administração, entre outros;
- Após o desinvestimento, o contributo das SCR reflete-se, por ordem decrescente de importância, na existência de uma maior disciplina, rigor, transparência, exigência, profissionalismo e estratégia sustentada e análise de desvios.

Mais recentemente, um novo estudo realizado por Pereira (2009a), em Portugal, através do envio de questionários à Comissão Executiva de todas as sociedades de capital de risco identificadas na CMVM, bem como às entidades administradoras de fundos de capital de risco que não sociedades de capital de risco, tendo-se recebido 17 respostas de um total de 25 entidades selecionadas. Os fatores considerados como importantes na decisão de investimento numa PME foram:

- A qualidade da gestão;
- O conhecimento do negócio e a estratégia apontada;
- A experiência dos sócios fundadores;
- O potencial de rentabilidade e as perspectivas de saída do investimento.

Como fatores menos relevantes destacam-se:

- A localização geográfica;
- O aproveitamento dos benefícios fiscais, uma vez que “a orientação do investidor de risco não passa pelo aproveitamento de benefícios fiscais ou incentivos ao investimento, mas, sim, da potencial rentabilidade do projeto”.
- A estrutura familiar típica das PME também não é considerando um fator impeditivo às decisões de investimento.

Ressalve-se que os investidores em capital de risco também procuram assegurar, através de medidas de *corporate governance*, o investimento efetuado, como o direito de veto em decisões estratégicas, a obrigação de permanência dos gestores, o direito de presença

no Conselho de Administração e a definição da remuneração dos gestores com uma componente variável com os objetivos definidos.

Haro *et al.* (2010) analisaram o efeito que o apoio financeiro das sociedades de capital de risco da Andaluzia exerce sobre a estrutura financeira das PME, analisando os fatores explicativos que estão na base da estrutura de capital das referidas entidades. Foram incluídas na amostra do estudo 82 entidades da Andaluzia cujo capital é participado pelas sociedades de capital de risco, concluindo-se, a partir dos dados da Central de Balanços da referida região, que tais entidades apresentam, em geral, um endividamento de longo prazo ligeiramente superior ao de outras entidades. De entre os fatores explicativos selecionados pelos autores para o estudo, a partir da identificação de sua utilização em estudos anteriores, encontram-se os seguintes elementos:

- A reputação da entidade, tendo como *proxy* o número de anos da entidade desde à data da constituição;
- O setor de atividade;
- A capacidade de geração de recursos, baseada nos resultados de exploração;
- A localização;
- A percentagem de participação da sociedade de capital de risco;
- A oportunidade de crescimento, tendo como *proxy* o rácio ativo intangível sobre o ativo total;
- O ano de entrada da SCR e o nível de risco empresarial; e
- A dimensão, baseada no volume de negócios.

Relativamente aos fatores explicativos analisados, o estudo conclui, a partir da análise de correlação de Pearson e regressão linear múltipla, que a capacidade de geração de recursos possui uma associação negativa com o endividamento de longo prazo, ao passo que as variáveis oportunidades de crescimento, nível de risco e participação da sociedade de capital de risco apresenta uma associação positiva com a mesma variável.

Magalhães *et al.* (2009), por sua vez, realizaram entrevistas estruturadas aos gestores de *venture capital* e aos gestores de empresas brasileiras que receberam este tipo de financiamento, no sentido de compreender as motivações e vantagens que as PME obtêm no agrupamento nas denominadas “redes de cooperação”. As vantagens deste tipo de relação em rede, segundo os mesmos autores, têm sido largamente referenciadas na literatura sobre o tema, e inclui a troca de informações e conhecimentos entre

empresas, aperfeiçoamento de processos empresariais, *marketing* conjunto, etc. Os resultados demonstram que a adesão de empresas a este tipo de rede dá-se, inicialmente, em função do custo de capital. Posteriormente, no entanto, há o reconhecimento de outras vantagens, como trocas de informações, melhoria em processos empresariais (produtos, formação do pessoal, etc.), *expertise* para obtenção de financiamento e maior aprendizagem do processo de governação.

3.3. As modernas teorias do financiamento empresarial e as PME

Embora na ótica de Villamil (2008) a moderna teoria financeira se tenha iniciado com a teoria do portefólio de Markowitz (1952)⁷³, o teorema de Modigliani e Miller constitui “a pedra angular da moderna Finança Empresarial”, cuja primeira proposição estabelece que, “sob certas condições, as decisões de financiamento de uma empresa não afetam o seu valor de mercado”, relevando apenas as decisões de investimento.

Ainda de acordo com Villamil (2008), “o teorema de Modigliani e Miller apresenta-se como o “primeiro uso formal do argumento da não arbitragem”, sendo relevante na medida em que estabelece a ideia de que:

(...) quando o mercado financeiro não é distorcido por questões fiscais, custos de transação ou de falência, informação imperfeita ou qualquer outro ruído que limita o acesso ao financiamento, os investidores podem sem custo replicar as ações de uma empresa, dando aos investidores a capacidade de desfazer decisões firmes, se assim o desejarem (*ibid*).

Até então, a abordagem tradicional da estrutura de capital estabelecia a existência de uma combinação de capital próprio e alheio que permitia maximizar o valor de mercado da empresa e minimizar o custo do capital médio ponderado, admitindo assim a existência de uma estrutura ótica de capital para cada empresa (Correia, 2003). Ainda de acordo com Correia (2003), a abordagem tradicional “carece de um modelo explícito, uma vez que os seus defensores acreditam que a mesma pode ser percebida intuitivamente”, encontrando-se entre os seus defensores os “diretores e gerentes financeiros com experiência profissional”.

⁷³ Em termos sintéticos, na base dessa teoria encontra-se o entendimento de que as decisões relacionadas à seleção de investimentos devem ser tomadas com base na relação entre o risco e a rentabilidade de um ativo, tendo por base a racionalidade económica na base das decisões de investimento e através da otimização dos investimentos com base na diversificação dos riscos e dos retornos estimados (Markowitz, 1952). A contribuição inicial do modelo estava diretamente ligada aos mercados financeiros, e não à estrutura de capital das empresas (Famá e Grava, 2000).

As proposições estabelecidas por Modigliani e Miller (1958) foram apresentadas, em linhas gerais, nos seguintes termos:

- O endividamento empresarial não tem efeito sobre o custo médio ponderado do capital (i.e., o custo do capital próprio é uma função linear do rácio de endividamento *debt-to-equity ratio*);
- O valor de mercado da empresa é independente da política de distribuição de dividendos;
- Os detentores de capital são indiferentes à política de financiamento empresarial.

Sob o ponto de vista de Modigliani e Miller (1958), cada empresa pertencia “a uma classe distinta de risco”, sendo que a “análise sistemática deste pressupostos conduziu à expansão das fronteiras da Economia e das Finanças.”

O teorema de Modigliani e Miller (1958) pressupunha, no entanto, um modelo de mercado de capitais perfeito, para que duas empresas idênticas apresentem o mesmo valor independentemente da estrutura de capital que adotem, razão pela qual foi posteriormente contestada. Os pressupostos do modelo eram de tal modo frágeis que careciam de revisão, algumas das quais efetuadas pelos próprios autores do modelo.

Refira-se, nesse sentido, que a revisão do modelo original de Modigliani e Miller (1958), proposto pelos autores anos mais tarde, veio reconhecer, designadamente, que os impactos fiscais não se encontravam devidamente avaliados no modelo originalmente proposto, tendo em conta os benefícios fiscais advindos da utilização de capital alheio, em detrimento do capital próprio, pelo menos até ao limite em que a empresa não ultrapasse o risco de falência (Modigliani e Miller, 1963), inaugurando assim os estudos acerca da estrutura ótima do capital das empresas ou das denominadas teorias convencionais.

Na ótica de Vieira e Novo (2010), “a estrutura de capital das empresas tem constituído, nas últimas décadas, um dos temas de maior interesse na área financeira”, em virtude sobretudo dos desenvolvimentos propostos por Modigliani e Miller (1958). No entanto, se inicialmente os referidos estudos encontravam-se maioritariamente voltados para as empresas de grande dimensão, os estudos mais recentes têm sido igualmente aplicados ao universo das PME. Ainda de acordo com os autores, desde os primeiros desenvolvimentos lançados por Modigliani e Miller (1958) que muitos estudos têm procurado identificar a denominada “estrutura ótima de capital” de uma empresa,

maximizadora de valor, sem que, no entanto, se tenha chegado a um consenso, “o que faz com que a referência de Myers (1984) ao “*puzzle*” da estrutura de capital se mantenha atual ainda nos dias de hoje.”

Também Moro *et al.* (2010) referem que o termo mais comumente utilizado na literatura financeira para descrever a estrutura de capital das empresas é um “*puzzle*”, termo que descreve eficazmente o problema de encontrar a melhor estrutura de financiamento para as empresas e projetos.

A **Figura 26** apresenta, sinteticamente, os modelos teóricos associados à estrutura do financiamento empresarial, igualmente referenciada como modelos de análise da estrutura de capital das empresas, desde o desenvolvimento teórico inicialmente proposto por Modigliani e Miller (1958).

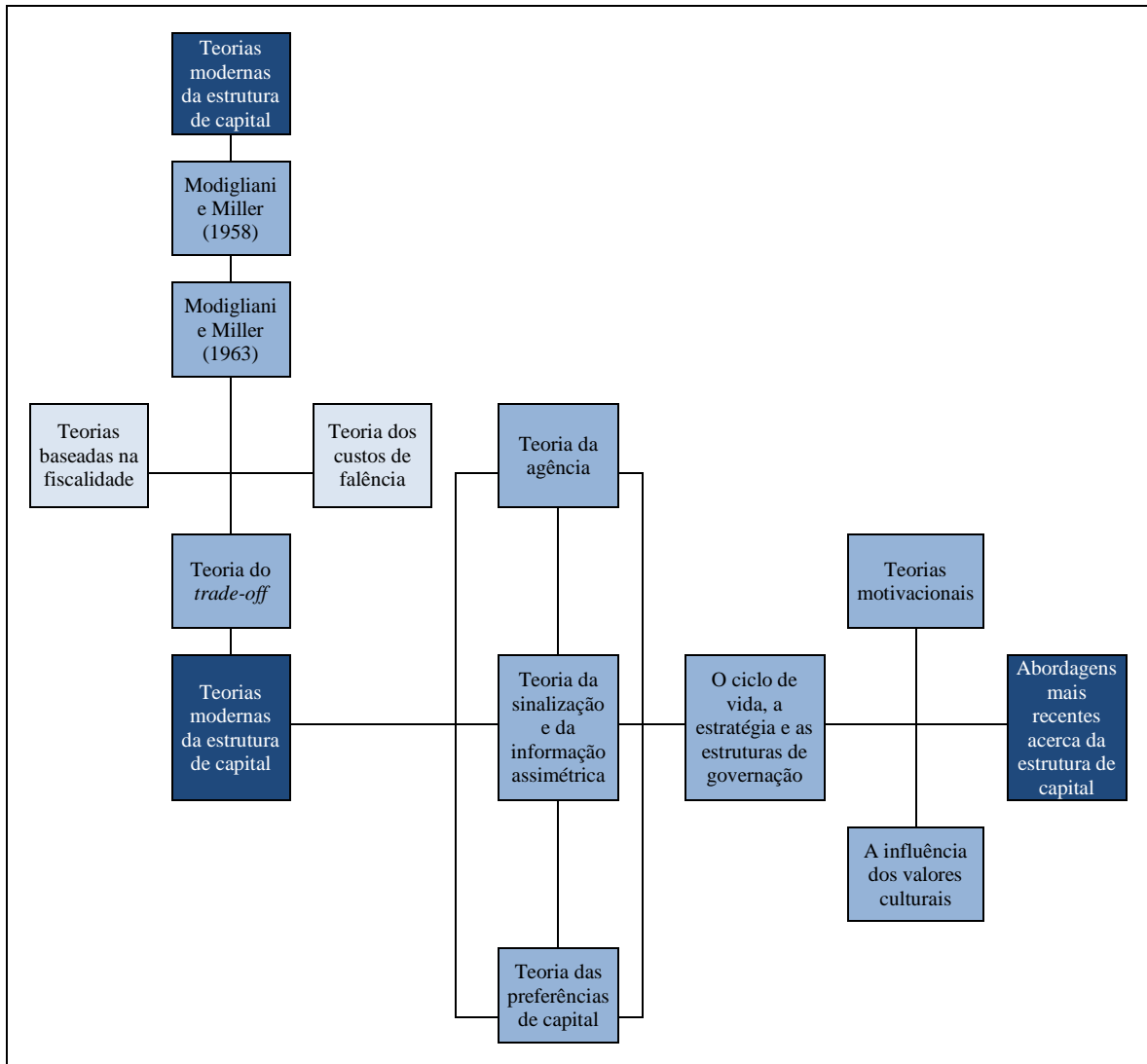


Figura 26: As teorias relacionadas com a estrutura de capital.

Desde as bases lançadas por Modigliani e Miller (1958), novos desenvolvimentos teóricos sugeriam a introdução de elementos que passaram a ter em conta as imperfeições do mercado, onde se incluem os custos de falência, os custos de agência, a assimetria de informação e os efeitos de sinalização (Brealey e Myers, 1998; DeAngelo e Masulis, 1980; Jensen e Meckling, 1976; Miller, 1977; Ross, 1977). As referidas teorias incorporaram posteriormente relações com a estratégia e as estruturas de governação, associadas ainda aos objetivos dos gestores, às estruturas de governação e aos conflitos de agência identificáveis em cada fase. Tais estudos combinam, assim, em alguns casos, modelos desenvolvidos à luz da estrutura ótima de capital com novas abordagens, que passaram a ter em conta fatores motivacionais e comportamentais. (Ang, 1991; Berger e Udell, 1998; Scott e Bruce, 1987; Churchill e Lewis, 1983; Gibb e Davies, 1990).

De facto, desenvolvimentos subsequentes passaram a ter em conta as preferências na seleção das fontes de financiamento (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984), nomeadamente, a teoria do *pecking order*, não relacionadas especificamente com a identificação de uma estrutura ótima de capitais ou com os problemas relacionados com a estrutura de governação ou assimetrias informacionais, derivando posteriormente para estudos especificamente desenvolvidos no âmbito das Finanças Comportamentais (Barton e Gordon (1987), bem como para a influência dos valores culturais no contexto de cada país (Antonczyk *et al.*, 2010, 2011; Chui *et al.*, 2002; Gleason *et al.*, 2000; Rihab e Lofti, 2011), utilizando em tais estudos variáveis relativas às dimensões culturais propostas, designadamente, por Hofstede (1980) e Schwartz (1994a, 1999).

Os pontos que se seguem apresentam as linhas gerais de desenvolvimento relacionadas com as teorias da estrutura de capital anteriormente referidas.

3.3.1. A teoria da fiscalidade e os custos de falência: a teoria do *trade-off*

O modelo original de Modigliani e Miller (1958) assume que a estrutura de capitais de uma empresa não tem influência sobre o valor da empresa, resultando este das decisões de investimento que, por sua vez, são independentes das decisões de financiamento.

A teoria da maturidade dos ativos ou da imunização, também vulgarmente denominada na literatura financeira de regra do equilíbrio financeiro, estabelece que a vida útil dos ativos deve estar alinhada com a maturidade dos passivos associados e, nesse sentido, os ativos fixos devem ser financiados por recursos permanentes (Myers, 1977).

A referida teoria diz respeito à necessidade de mitigação do risco de liquidez através do estabelecimento de uma associação entre a maturidade dos ativos e dos passivos. Nesse sentido, as empresas com um maior nível de endividamento de longo prazo tendem a apresentar uma maior composição de ativos de longo prazo.

As teorias baseadas na fiscalidade apresentam-se como desenvolvimentos introduzidos por Modigliani e Miller (1963) tendo em conta os efeitos fiscais relativos à dedução dos juros como um gasto dedutível que não tinham sido considerados nas proposições iniciais. O referido gasto associado à contração de endividamento resultaria, contudo, num efeito simultaneamente denominado de custos de falência.

As proposições de Modigliani e Miller (1963) acrescentam, no entanto, que a estrutura ótima do capital maximiza o valor da empresa, o que resulta num *trade-off* entre benefícios fiscais e os custos de falência associados ao endividamento. O custo de falência apresenta-se tanto maior quanto maior se apresenta o endividamento, resultando em aumentos do denominado risco de falência. Assim, a teoria do *trade-off* foi subsequentemente introduzida em conjunto com as teorias baseadas na fiscalidade, estabelecendo que o pagamento dos impostos atua como um incentivo ao financiamento baseado em capitais alheios, em detrimento de recursos próprios, até ao ponto de saturação dos capitais alheios. Nesse sentido, a partir do ponto em que os benefícios fiscais associados ao endividamento sejam equivalentes aos custos de falência, o custo marginal do endividamento resultaria numa diminuição do valor da empresa.

O custo do endividamento apresenta-se assim identificado como um benefício fiscal até ao ponto de evitar o custo de falência (Kim, 1978; Scott, 1976), iniciando as teorias baseadas na identificação de uma estrutura ótima do capital das empresas ou das denominadas teorias convencionais das Finanças Empresariais. Na base da teoria do *trade-off*, o valor da empresa apresenta-se determinado por esse equilíbrio entre o endividamento e os benefícios fiscais daí advindos e os custos de falência, correspondente à estrutura ótica do capital. Ultrapassado esse equilíbrio, o valor da empresa tendencialmente reduz-se.

Desenvolvimentos teóricos relativos aos efeitos dos benefícios fiscais na estrutura do financiamento empresarial foram introduzidos tendo em conta a consideração de benefícios fiscais não decorrentes em exclusivo do endividamento (DeAngelo e Masulis, 1980). Na ótica dos mesmos autores, o acréscimo de endividamento da empresa está dependente da capacidade de obtenção de benefício fiscal oriundo de

outras fontes não associadas exclusivamente ao endividamento, de modo a que o valor da empresa não se veja reduzido com esse recurso, passando a usufruir de benefícios marginais decrescentes (*ibid*).

A validade da teoria no contexto das empresas de menor dimensão não é, contudo, consensual. Pettit e Singer (1985), designadamente, afirmam que a referida teoria aplica-se em menor medida, uma vez que estas apresentam menores níveis de resultados que permitam a utilizam dos benefícios fiscais associados à utilização da dívida.

3.3.2. As estruturas de governação: A teoria da agência

Teorias posteriores têm-se concentrado na complexidade da estrutura empresarial e dos seus diversos intervenientes, nomeadamente, dos seus gestores, proprietários do capital e credores, relações que podem provocar conflitos que se repercutem no valor da empresa, isto é, afetando as suas decisões de investimento e financiamento (Jensen e Meckling, 1976). A teoria da agência adquiriu uma maior relevância após os estudos de Ross (1973) e de Jensen e Meckling (1976), responsáveis pela afirmação da teoria. Ross (1973) e Jensen e Meckling (1976) descrevem a teoria da agência como consistindo num contrato entre uma ou mais pessoas (o “Principal” ou os “Principais”) e outra pessoa (o “Agente”) para cumprimento de um serviço de comando e tomada de decisões por parte do agente. Esta relação poderá surgir em consequência de diversos cenários e diferentes intervenientes. Como cada um deles desempenha funções diferentes, os seus objetivos não são idênticos. Nesse sentido, segundo a teoria da agência, a atitude perante o risco é diferente consoante se trata do agente ou do principal, ou seja, o principal tem uma atitude de neutralidade quanto ao risco, enquanto o agente é avesso ao risco. Tal sucede em virtude de o agente possuir informação que o principal não possui (Kunz e Pfaff, 2002).

Os mecanismos de redução dos conflitos de interesse, que surgem na relação de agência, levarão a que o principal incorra em determinados custos, denominados como custos de agência, que segundo Jensen e Meckling (1976), incluem práticas de auditoria, sistemas de controlo, restrições orçamentais, incentivos, entre outros. A associação aos custos de agência não passa necessariamente por existir um dispêndio/custo direto com algum mecanismo de redução de conflito de interesses, visto que a interpretação de alguns rácios ou indicadores também poderão dar indícios de existirem custos de agência na entidade.

Os conflitos de agência, na ótica dos mesmos autores, podem resultar de dois tipos de relações, os conflitos resultantes das relações entre os gestores e os sócios/acionistas (proprietários do capital) e os resultantes das relações entre os gestores e os credores, que em ambos os casos provocam custos de agência que, segundo os autores, são “tão reais quanto outros custos quaisquer” (Jensen e Meckling, 1976).

A minimização dos custos de agência entre os proprietários de capital e os gestores pode ser minimizado através do aumento da participação de gestores no capital ou com o recurso ao endividamento. Na opção de financiamento por capitais próprios os riscos entre gestores e proprietários passam a ser repartidos. No entanto, a entrada de novos proprietários do capital conduziria a perdas de controlo e ao aumento dos denominados custos de agência do capital próprio (Jensen, 1986).

Nesse sentido, o alargamento da teoria da agência no contexto do endividamento empresarial – tendo em conta que a teoria não foi inicialmente concebida para a sua aplicação nesse contexto – assume-se através de uma clara preferência pelos capitais alheios em detrimento dos capitais próprios, refletindo-se através de uma relação inversa entre o nível de endividamento e a participação dos proprietários de capital na gestão da entidade (Jensen e Meckling, 1976). A referida opção, no entanto, tem o mérito de tornar a empresa mais eficiente, uma vez que os gestores encontram-se mais tentados a realizar novos investimentos – ainda que com taxas de rendibilidade mais reduzidas – em detrimento da sua distribuição aos proprietários (divergência de interesses que resulta no denominado conflito de agência).

Assim, a opção pelo endividamento externo, gerador de um excedente de fluxos de caixa (*free cash flow*) surge, na ótica de Jensen (1986), na expectativa de que o maior risco de falência apresente-se como um estímulo ao desempenho dos gestores, tendo em conta que o insucesso destes conduziria ao seu desemprego ou da perda de remunerações e prémios, representando o endividamento, ao mesmo tempo, um papel informativo e um papel de controlo, para os proprietários de capital e para os gestores, respetivamente.

Uma das principais implicações da teoria da agência surge, precisamente, na geração dos denominados custos de controlo e de obrigação. Os custos de controlo advêm da necessidade dos proprietários de controlar as atividades desenvolvidas pelos gestores, ao passo que os custos de obrigação decorrem da necessidade dos gestores de prestar informação relativamente aos seus atos e seu desempenho.

Refira-se ainda que os custos de agência decorrentes do endividamento, por sua vez, provocam conflitos entre os gestores e os credores, uma vez que os gestores apresentam a tentação de investir os excedentes oriundos do endividamento em projetos mais arriscados, pondo em causa o interesse dos credores (Jensen, 1986).

Ang *et al.* (2000) referem que nas empresas não cotadas e de pequena dimensão, relativamente ao conflito entre os gestores e os proprietários os problemas de agência tendem a ser mais reduzidos, ou inexistentes, dado que o gestor também é proprietário. Por outro lado, outros autores, como Smith e Warner (1979), referem que as empresas de menor dimensão apresentam uma maior probabilidade de enfrentar conflitos de agência entre os proprietários de capital e os credores, conflitos que, conforme Barnea *et al.* (1980), podem ser mitigados através do recurso a financiamento por dívida de curto prazo. Ang *et al.* (2000) referem ainda que:

(...) num dos extremos das estruturas de propriedade encontram-se as empresas cujos gestores detém a totalidade do capital, não apresentando custos de agência. No outro extremo, as empresas que cujos gestores são pagos e não detém participação no capital. Entre os dois extremos encontram-se as empresas em que alguns gestores, mas não todos, detém participação no capital.

Os autores postularam, em um estudo abrangendo 1708 entidades de pequena dimensão, que os custos de agência são mais elevados em empresas cujos gestores não são proprietários, encontrando-se os custos de agência diretamente relacionados com o número de proprietários não gestores e inversamente relacionado com o número de proprietários que são gestores nas estruturas de governação das sociedades (Ang *et al.*, 2000).

O contributo de Jensen e Meckling (1976) e posteriores desenvolvimentos (Harris e Raviv, 1990; Stulz, 1990; Jensen, 1986; Myers, 1977) estende-se ainda ao fortalecimento da análise da influência da estrutura de governação das entidades sobre a estrutura de capital. Assim, a teoria da agência encontra ainda relação com a estrutura de governação das sociedades e, em certa medida, com a dimensão empresarial, tendo em conta que o crédito concedido às entidades de menor dimensão é, em geral, dificultado pela apresentação de menores garantias ou por problemas decorrentes de assimetria de informação, ocasionando, por um lado, maiores custos de transação e, por outro, a intermediação de financiamento entre o sistema bancário e as PME através das

empresas de maior dimensão, com base nas transações comerciais estabelecidas entre estas. Tal raciocínio é corroborado por Anni (2009), que refere que a dimensão da entidade encontra-se relacionada com teoria da agência na medida em que a informação sobre as PME é geralmente limitada.

A dimensão da empresa também encontra associação na literatura com os custos de transação, que por sua vez influencia a seleção relativa à maturidade da dívida, nomeadamente pelo facto de as empresas de menor dimensão virem limitado o acesso a financiamentos de longo prazo, de mais baixo custo, pelos custos fixos iniciais de acesso ao mercado de emissões de dívida de longo prazo, mais acessível a entidades de maior dimensão, sobretudo pelo aproveitamento de economias de escala. Na ótica de Pettit e Singer (1985), assumindo-se que o custo do capital alheio, em especial do financiamento bancário, é inferior, seria esta fonte, em particular, utilizada prioritariamente nas decisões de financiamento das PME, argumento que pode ser, no entanto, afastado à luz da teoria da agência.

Note-se que as teorias anteriormente referidas concentram-se na definição de uma estrutura ótima de capital. No entanto, as teorias da maturidade dos ativos e do *trade-off* apresentam-se como teorias que têm por base o pressuposto da racionalidade económica nas decisões de financiamento empresarial, isto é, baseadas no pressuposto de que as decisões de financiamento empresarial são pautadas fundamentalmente por critérios e motivações de ordem económica, ao passo que, de acordo com Palma (2011), a teoria de agência enquadra-se nas teorias dos custos de contratação, na medida em que os custos de agência e os custos de transação encontram-se igualmente relacionados com as diferentes maturidades da dívida.

De acordo com Famá e Grava (2000), o estudo de Jensen e Meckling (1976) abriu caminho para a introdução da fase comportamental no estudo das Finanças Empresariais, em detrimento das teorias baseadas na incerteza dos eventos relativos às empresas, iniciada por Markowitz (1952), embora o desenvolvimento de ambas as correntes tenha seguido em paralelo.

3.3.3. Teorias relacionadas com a sinalização e a assimetria da informação

As referidas teorias relacionam-se com a detenção de informação e a qualidade da informação prestada por parte das entidades que necessitam de financiamento, e bem assim, da perceção da qualidade dessa mesma informação por parte das entidades que

concedem o financiamento, referidas, entre outros, por Ross (1977) e Leland e Pyle (1977), considerados pioneiros nessa abordagem. Ross (1977), designadamente, defende que a estrutura de capital de uma empresa revela informação aos investidores que, por sua vez, baseiam as suas decisões no nível de endividamento, de tal modo que as empresas menos rentáveis evitariam esse recurso.

A assimetria da informação revela-se, igualmente, no ponto de vista de que os gestores das empresas possuem informação não detida pelos detentores do capital (Harris e Raviv, 1991). A relação entre a teoria da assimetria da informação e a sinalização, como a teoria também é designada, revela-se no facto de que o detentor privilegiado da informação, em regra, sinaliza a informação recebida com base nas opções tomadas.

O efeito da assimetria da informação revela-se no impacto que a qualidade e o risco associado à informação possuem, em particular, na maturidade da dívida. Relaciona-se, desse modo, com fatores associados à qualidade da gestão e informação da entidade proponente, traduzido, em suma, no *rating* que lhe é atribuída (tal como proposto, nomeadamente, por Diamond (1991) em sua teoria de relação não monótona entre o risco atribuído e a maturidade da dívida).

Nesse sentido, as empresas de *rating* elevado não correm o risco do não refinanciamento da dívida, optando por dívida de curto prazo; empresas de *rating* baixo optam por dívida de longo prazo para minimizarem o risco de não refinanciamento; empresas com *rating* extremamente baixo não conseguem aceder à dívida de longo prazo, pela adversidade dos custos de seleção adversa, tendo de financiar-se, necessariamente, com dívida de curto prazo, onde por vezes encontram enquadramento as PME, em geral associadas a um maior risco de não cumprimento. Assim, é possível concluir-se que, quer as empresas de *rating* elevado quer as empresas de *rating* extremamente baixo, apresentam mais significativamente dívida de curto prazo.

Alguns autores analisam ainda a estrutura da dívida como um dispositivo de sinalização, onde a dívida de curto prazo sinaliza a alta qualidade dos ativos (Flannery, 1986). A maior flexibilidade da dívida de curto prazo também é evidenciada por alguns autores (Diamond, 1991, 1993; Sharpe, 1991).

A assimetria da informação encontra a sua relação com a seleção adversa na medida em que a seleção adversa apresenta os problemas informacionais antes da relação económica ser iniciada formalmente entre as partes através de um contrato (Stadler e

Castilho, 1997). Assim, se por um lado os resultados retidos não apresentam problemas de seleção adversa, a emissão de capital apresenta maiores problemas de seleção adversa, comparativamente com outras formas de endividamento (passivo).

O risco moral, por sua vez, deriva da impossibilidade do financiador em avaliar devidamente o uso do capital emprestado por parte do mutuário, estando associado ao risco não cumprimento da contratual por boa-fé ou pelo fornecimento de informações parciais relativamente aos seus ativos ou à empresa como um todo ou ainda pela orientação do tomador em investir o capital em projetos de risco que não se encontram alinhados com os interesses do principal.

De acordo ainda com Stadler e Castilho (1997), o risco moral inicia-se após a formalização contratual, quando as ações do agente não são perfeitamente verificáveis. Assim, o ponto mais visível da geração do problema do risco moral é relativo ao facto de que, no estabelecimento do contrato entre o principal e o agente, não é possível estabelecer contratualmente alguns elementos da relação, como por exemplo o esforço do gestor/agente. O custo de assimetria informacional do qual deriva o risco moral pode ser verificado através do esforço pessoal do agente na empresa. O esforço pessoal é um elemento subjetivo, de improvável contratação e de difícil verificação.

Na ótica de Berger e Udell (1998), a moderna teoria do capital aponta para a existência de três dimensões da opacidade de informação, nomeadamente, os custos de verificação, a seleção adversa e o risco moral. As referidas dimensões, nos dois primeiros casos, tendem a favorecer o recurso a fontes externas de financiamento, ao passo que o risco moral promove o incentivo à entrada de novos investidores. Por outro lado, as empresas de menor dimensão não tornam públicos os contratos com os seus trabalhadores, fornecedores ou clientes; não emitem títulos negociáveis no mercado e em algumas jurisdições não estão sujeitas a relatórios e contas nem à realização de auditorias externas, tendo desse modo dificuldade em construir uma reputação que assinale um comportamento de grande qualidade (*ibid*).

De facto, distintamente das fontes de financiamento tradicional, outras fontes de financiamento (baseadas, designadamente, em *public* ou *private equity*), conseguem mais adequadamente minimizar o risco moral, tendo em conta a maior capacidade de participação na gestão da entidade e de controlo das suas operações e, bem assim, da forma e opções de investimento do capital financiado.

3.3.4. As preferências de capital: A teoria do *pecking order*

A teoria do *pecking order* foi inicialmente desenvolvida por Myers e Majluf (1984) e complementada por Myers (1984). De acordo com Myers (1984), não há um nível de endividamento ótimo (estrutura de capitais ótima) estabelecido para as empresas, uma vez que o nível de endividamento é definido a partir do equilíbrio entre fluxos de caixa, pagamento de dividendos e oportunidades de investimento reais.

Assim, e contrariamente às teorias anteriormente apresentadas, nomeadamente, a teoria da maturidade dos ativos e dos passivos e a teoria do *trade-off*, que se concentram na estrutura ótima do capital das empresas; ou ainda da teoria da agência ou da sinalização e da assimetria da informação, que têm em conta, respetivamente, os problemas associados à estrutura de governação e com a informação prestada, a teoria do *pecking order* tem em conta a opção por um tipo de financiamento em detrimento de outra, isto é, ao estabelecimento de uma hierarquia entre as fontes de financiamento disponíveis.

Myers (1984) põe em causa os argumentos de Miller (1977), sugerindo que as evidências empíricas não apontam para a prevalência dos efeitos fiscais sobre os efeitos dos custos de falência, contrariamente ao previsto na teoria do *trade-off*. As vantagens associadas à seleção das fontes de financiamento disponíveis é o fator-chave na teoria de *pecking order* (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984), que define a existência de três tipos básicos de financiamento empresarial, a retenção de resultados (recursos gerados internamente), o endividamento (passivo) e a emissão de capital. A **Figura 27** estabelece a hierarquia de recurso ao financiamento empresarial que se encontra na base da teoria do *pecking order* (Myers, 1984).

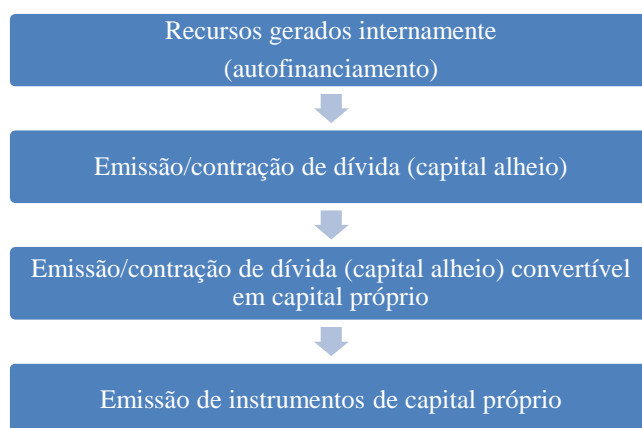


Figura 27: Hierarquia das fontes de financiamento segundo a teoria do *pecking order*.
Fonte: Myers (1984).

De acordo com Myers (1984), as empresas seguem uma hierarquia previamente definida nas decisões de financiamento, a primeira das quais o recurso ao autofinanciamento e, esgotada essa fonte, o endividamento externo. Nesse último caso, a primeira opção passaria pela emissão de títulos de dívida e, só numa fase seguinte, à emissão de ações no mercado.

Note-se no entanto que, no contexto específico das PME, e no caso português em particular, a emissão de ações no mercado, isto é, o financiamento através do mercado de capitais (*public equity*) ainda é um recurso praticamente inexistente ou de difícil acesso à generalidade das empresas enquadráveis nessa dimensão.

Subjacente às preferências entre as fontes de financiamento que estão na base da teoria do *pecking order* encontra-se o facto de que, o autofinanciamento, em detrimento da obtenção de recursos externos, reside no facto de que o autofinanciamento não provoca qualquer reacção no mercado, em virtude de eliminar a necessidade de transmissão ao mercado de qualquer informação e evitando, assim, os eventuais problemas associados às assimetrias de informação entre gestores e detentores de capital. No mesmo sentido, a emissão de títulos será preferível à emissão de capital na medida em que esta última fonte é mais sensível aos problemas de informação assimétrica. Por fim, a emissão de ações surge numa fase limite, em que o acréscimo de endividamento externo provoca um elevado risco de falência (Myers, 1984).

De acordo com Frank e Goyal (2003), o financiamento das empresas com base nessa teoria tem em conta os efeitos da informação assimétrica e, desse modo, pode de algum modo ser explicado pelos custos de seleção adversa, entendimento igualmente sugerido por Fama e French (2002) e Myers (1984). Nesse contexto, a assimetria informacional resulta num aumento do custo do endividamento. Este ponto de vista é ainda reforçado no âmbito das PME, a partir do ponto de vista de que as empresas de menor dimensão utilizam maioritariamente recursos próprios como fonte de financiamento, tendo em conta que se trata de uma forma de financiamento isenta de risco. Assim, o recurso ao autofinanciamento será, tendencialmente, a fonte de financiamento preferencial, sendo o capital alheio alvo de procura na medida em que se esgotem a primeira fonte de financiamento (preferencial).

Com base na teoria do *pecking order*, as empresas capazes de geração de recursos internos (nomeadamente, empresas de elevada rendibilidade) tendem a apresentar reduzidos níveis de capital alheio (elevada capacidade de autofinanciamento),

estabelecendo-se uma relação inversa entre o endividamento e a rendibilidade. Ainda com base neste modelo, o endividamento encontra-se associado não só à rendibilidade, mas também às oportunidades de investimento, na medida em que a geração de recursos internos em empresas com reduzidas oportunidades de investimento, evita o recurso ao endividamento externo; por outro lado, empresas com oportunidades de investimento superiores à capacidade de geração interna de fundos apresentarão maiores níveis de endividamento (Myers, 1984).

A teoria do *pecking order* tem encontrado um relativo suporte na literatura sobre o tema, em particular, a partir da análise das empresas de menor dimensão. Watson e Wilson (2002) e, mais recentemente, Jensen e Uhl (2008) e Anni (2009), identificaram resultados consistentes com as previsões da teoria no contexto das PME, particularmente em empresas de capital fechado. Lopez-Gracia e Aybar-Arias (2000) e Sogorb-Mira e Lopez-Gracia (2003) identificaram igualmente resultados consistentes com a teoria relativamente às PME espanholas, identificando as fontes internas de financiamento como preferenciais.

Em Portugal, por outro lado, os resultados obtidos relativamente à teoria do *pecking order* tem obtido cada vez mais suporte no contexto das empresas nacionais, particularmente no que diz respeito às PME (Bastos e Ramalho, 2011; Fernandes *et al.*, 2010; Hall *et al.*, 2004⁷⁴; Rebelo, 2003; Ramalho e Silva, 2009; Serrasqueiro, 2000; Silva Junior, 2012; Vieira e Novo, 2010), em virtude, possivelmente, das características do mercado nacional. Vieira e Novo (2010), designadamente, destaca que as evidências associadas à teoria do *pecking order* no contexto das PME nacionais podem estar associadas à aversão dos empresários das PME nacionais em partilhar o negócio.

Mesmo no âmbito das empresas de maior dimensão, é possível identificar no contexto nacional suporte para a referida teoria, conforme sugerem os resultados identificados por Rogão (2007). A referida autora, a partir de um estudo efetuado no contexto das sociedades não financeiras portuguesas cotadas entre os anos de 1991 a 2004, identificou, como fatores significativamente associados ao endividamento, a tangibilidade dos ativos e a dimensão e a rendibilidade da empresa. Relativamente às duas primeiras variáveis, viu-se confirmada, assim, através de uma associação positiva com o nível de endividamento, a teoria do *trade-off*, tendo por base um maior nível de garantias prestadas e o menor risco de falência que apresentam, facilitando o recurso ao

⁷⁴ Está em causa os resultados obtidos para Portugal no estudo multi-países realizado pelos autores.

endividamento. Com base na última (a rendibilidade), a teoria do *pecking order* encontra-se suportada, por sua vez, a partir de uma associação negativa com o nível de endividamento, na medida em que, quanto maior a rendibilidade, maior o nível de autofinanciamento e, conseqüentemente, menor o nível de endividamento, sendo possível concluir ainda que, em virtude da existência de assimetrias de informação, as decisões de estrutura de capitais refletem uma hierarquia na seleção das fontes de financiamento.

3.3.5. Dos desenvolvimentos teóricos mais recentes à influência da cultura

As proposições iniciais relativas às modernas teorias da estrutura do capital baseavam-se no pressuposto da racionalidade económica nas decisões tomadas pelos agentes, considerando o modelo teórico da estrutura ótima de capital desenvolvido por Modigliani e Miller (1958) e posteriores desenvolvimentos (Modigliani e Miller, 1963). As análises subseqüentes de Modigliani e Miller (1963) conduziram ao refinamento dos modelos baseados na fiscalidade e nos custos de falência, relacionados com a teoria do *trade-off* e à estrutura ótima do capital, bem como ao surgimento da perspectiva dos conflitos de agência e dos problemas relacionados com a assimetria de informação.

Outras teorias, como a teoria do *pecking order* ou das preferências de capital, sugerem a seleção de fontes de financiamento empresarial a partir de critérios não diretamente relacionadas com a identificação de uma estrutura ótima de capitais que tem em conta o pressuposto da racionalidade económica das decisões.

Nesse novo contexto enquadram-se ainda os estudos que relacionam a estrutura de capital com o ciclo de vida das empresas, identificando diferentes necessidades de financiamento ao longo de vários estágios, associados ainda aos objetivos dos gestores, às estruturas de governação e aos conflitos de agência particulares de cada fase (Ang, 1991; Berger e Udell, 1998; Scott e Bruce, 1987; Churchill e Lewis, 1983; Gibb e Davies, 1990), cuja evidência em Portugal foi proposta, designadamente, por Rebelo (2003). Tais estudos, em alguns casos, davam início aos fatores relacionados com os fatores motivacionais que estão na base da seleção das fontes de financiamento, ainda que em associação com as teorias clássicas anteriormente referidas.

Nesse sentido, estudos no campo das Finanças Comportamentais têm demonstrado, em particular, que a irracionalidade nas decisões afetam investidores, executivos e gestores. Um desses fatores que despertam a irracionalidade das decisões é a aversão à perda, sendo este talvez o principal conceito das Finanças Comportamentais (Lobão (2012, p.

10). De acordo com Araújo e Silva (2007), novos estudos “surgiram numa tentativa de enquadrar os estudos económicos e financeiros dentro do comportamento humano, levando em consideração a natureza humana e aceitando o facto de que os agentes económicos estão suscetíveis a erros e ações irracionais”.

Na ótica de Lobão (2012, p. 10), as Finanças Comportamentais “são uma corrente de estudo em Finanças que flexibiliza o pressuposto da racionalidade completa aproveitando o conhecimento acerca da forma como os indivíduos se comportam”. Ainda para o mesmo autor, a referida corrente, tratando-se de um campo de estudo ainda relativamente recente⁷⁵, propõe uma visão mais realista das decisões dos agentes económicos e menos idealizada da realidade, em oposição às correntes mais tradicionais das finanças (*ibid*, p. 5).

Sobreira *et al* (2005) referem, nesse sentido, pesquisas empíricas que têm sido publicadas nas últimas duas décadas, “enfazando também as agendas determinadas a partir de trabalhos clássicos sobre o tema (...) combinadas com as teorias convencionais de estratégias competitivas em oligopólio”. Destacam, nesse sentido, a existência de pesquisas relacionadas com os aspetos relativos à responsabilidade limitada dos detentores de capital próprio e à utilização da estrutura de capital para fomentar a concorrência predatória, bem como os incentivos para o estabelecimento de acordos que limitam a concorrência a partir das escolhas referentes à estrutura de capital da firma. Os autores identificam evidências na literatura que sugerem a existência de relação entre a estrutura de capital e estratégias competitivas ou concorrenciais. Moraes (2005), no mesmo sentido, identifica estudos que, partindo das teorias modernas associadas à estrutura de capital, relaciona a estrutura empresarial com a influência dos produtos e dos mercados e as estratégias de controlos de mercado.

Assim, entre as evidências apresentadas pelos autores encontram-se, além dos contributos classicamente propostos por Jensen e Meckling (1976) e Harris e Raviv (1991) já anteriormente referidos, os trabalhos desenvolvidos por Brander e Lewis (1986)⁷⁶, Bolton e Scharfstein (1990)⁷⁷, Bolton *et al.* (2000)⁷⁸, Erol (2003)⁷⁹, Lord e

⁷⁵ Embora recente, constata o mesmo autor que a ideia de total racionalidade das decisões económicas não estava na base dos “fundadores do pensamento económico”, como Adam Smith, para o qual as decisões dos indivíduos eram guiadas por sentimentos como o sentido do dever, a empatia, o orgulho ou a vergonha (Lobão, 2012, p. 21). A influência dos fatores psicológicos ou emocionais também esteve na base do pensamento de economistas ilustres do século XX, como Maynard Keynes (*ibid*, p. 23).

⁷⁶ Brander, J. e Lewis, T. R. (1986). Oligopoly and financial structure: The limited liability effect. *The American Economic Review*. **76** (5), 956-970.

⁷⁷ Bolton, P. e Scharfstein, D. S. (1996). Optimal debt structure and the number of creditors. *Journal of Political Economy*. **80**(1), 1-25.

Farr (2003)⁸⁰, Maksimovic (1988)⁸¹, McGee (1958)⁸², Phillips (1995)⁸³, Scott Morton (1997)⁸⁴ e Stenbacka (1994)⁸⁵.

Ajzen e Fishbein (1980)⁸⁶ e Fishbein e Ajzen (1975)⁸⁷ *apud* Romano *et al* (2001) identificam-se com a teoria da ação racional, em que os valores pessoais e as intenções comportamentais são vistos como fatores determinantes.

Barton e Gordon (1987) inserem-se nesse contexto respondendo também pelo impulso à compreensão das estruturas de capital a partir de fatores estratégicos e comportamentais, tendo presente que tais fatores podem explicar a preferência por determinada estrutura de capital. As proposições dos referidos autores identificam fatores pessoais, motivacionais e estratégicos que influenciam a estrutura de capital a partir dos seguintes elementos:

- A maior ou a menor propensão ao risco dos gestores de topo (**Proposição I**);
- Os objetivos da gestão de topo (**Proposição II**);
- A preferência pelo financiamento com fundos gerados internamente, em detrimento do endividamento externo ou à entrada de novos sócios/acionistas (**Proposição III**);
- A propensão ao risco dos gestores de topo e o contexto financeiro específico da empresa como fatores que influenciam o montante de dívida e condições contratuais estabelecidas (**Proposição IV**); e
- As variáveis relevantes do contexto financeiro como fatores que influenciam a capacidade da gestão de topo em selecionar as estruturas de capital da empresa (**Proposição V**).

⁷⁸ Bolton, P. *et al.* (2000). Predatory pricing: strategic theory and legal policy. *The Georgetown Law Journal*. **88**, 2239-2330.

⁷⁹ Erol, T. (2003). Capital structure and output pricing in a developing country. *Economic Letters*. **78**, 109-115.

⁸⁰ Lord, A. e Farr, W. (2003). Collusion and financial leverage: an analysis of the integrated mill steel industry. *Financial Management*. **32** (1), 127-148.

⁸¹ Maksimovic, V. (1988). Capital structure in repeated oligopolies. *RAND Journal of Economics*. **19** (3), 389-407.

⁸² McGee, J. (1958). Predatory price cutting: the Standard Oil (NJ) case. *Journal of Law and Economics*. Vol. 1, n.137.

⁸³ Phillips, G. (1995). Increased debt and industry product markets: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*. **37** (2), 189-238.

⁸⁴ Scott Morton, F. (1997). Entry and predation: British shipping cartels 1879-1929. *Journal of Economics and Management Strategy*, **679**.

⁸⁵ Stenbacka, J. (1994). Financial structure and tacit collusion in repeated oligopoly competition. *Journal of Economic Behavior and Organization*. **25** (2), 81-292.

⁸⁶ Ajzen, I., and Fishbein, M. (1980). *Understanding attitudes and predicting social behavior*. Engelwood Cliffs, NJ, Prentice Hall.

⁸⁷ Fishbein, M., and Ajzen, I. (1975). *Belief, Attitude, Intentions, and Behavior: An Introduction to Theory and Research*. Boston, MA, Addison-Wesley.

De certo modo, as proposições de Barton e Gordon (1987) aproximam-se dos contributos anteriormente identificados por Myers (1984) no contexto da teoria do *pecking order*, opinião partilhada, designadamente, por Brailsford *et al.* (2002). Ressalve-se mesmo que, embora este último não tenha desenvolvido o foco no comportamento, reconhecia já que as teorias até então desenvolvidas pareciam não ter conseguido explicar a verdadeira forma de financiamento das empresas.

Em Portugal, o estudo desenvolvido por Serrasqueiro (2003) encontra-se entre os exemplos da aplicação das ideias subjacentes ao desenvolvimento teórico proposto por Barton e Gordon (1987) sob a perspetiva estratégica. O referido estudo (Serrasqueiro: 2000) demonstra que as preferências dos proprietários das PME relativamente às fontes de capital parecem ter um efeito não desprezível sobre as decisões de financiamento empresarial, em linha com as evidências desde há muito reconhecidas pela literatura associada à influência dos indivíduos nas decisões de financiamento empresarial. Assim, a análise das preferências dos empresários sobre determinadas fontes de capital podem fornecer uma base útil para a compreensão das práticas de financiamento das pequenas empresas.

Tendo em conta que as proposições da moderna teoria financeira tiveram por base, fundamentalmente, grandes empresas ou, pelo menos, empresas com títulos transacionados nos mercados de capitais, a aplicação de tais proposições no contexto das PME nacionais carecem de alguma análise crítica, dada a realidade específica de tais empresas. Na ótica de McConnell e Pettit (1984)⁸⁸ *apud* Serrasqueiro (2003) é preciso ter em conta ainda que:

(...) a poupança fiscal obtida pelo recurso a capital alheio é menos vantajosa para as PME do que para as empresas de grande dimensão. Além disso, os custos de falência são proporcionalmente maiores para as PME do que para as empresas de grande dimensão, o que aumenta o risco financeiro do uso de capital alheio ao primeiro tipo de empresas.

Os resultados identificados por Serrasqueiro (2003), com base nas respostas obtidas a partir de um questionário conduzido no contexto nacional em Janeiro de 1998⁸⁹, confirmam a preferência das PME nacionais pelos recursos gerados internamente como

⁸⁸ McConnell, J. e Pettit, R. (1984). Applications of the modern theory of finance to small business firms, in P. Horvitz e R. Pettit, Eds.: Small Business Finance: Problems in the Financing of Small Businesses (JAI Press, Greenwich, Conn.).

⁸⁹ Em causa, uma reanálise das respostas obtidas a partir do mesmo questionário cujos principais resultados foram objeto do estudo de Serrasqueiro (2000).

fonte interna de capital próprio e do financiamento bancário como fonte externa de capital alheio. As fontes externas de capital próprio, como o capital de risco, assumem uma importância reduzida nesse contexto, sugerindo-se que a preferência pelas fontes externas de capital alheio deve-se ao desejo de manutenção da estrutura de propriedade. Por outro lado, as empresas apresentam maior preocupação com o risco de falência do que com os benefícios fiscais associados ao endividamento. As PME mais endividadas inseriam-se nesse contexto das empresas com necessidades de capital. De acordo com Serrasqueiro (2003), os resultados obtidos no estudo sugerem que as “variáveis relacionadas com os responsáveis (proprietários e/ou gestores) pela gestão das PME podem contribuir para melhor compreensão das decisões de financiamento.”

Desenvolvimentos mais recentes têm analisado os fatores culturais que estão por trás das decisões de financiamento dos agentes económicos. De acordo com Jagatheeshwaran (2009), o estudo de Aggarwal (1981)⁹⁰ abrangendo 500 grandes empresas europeias, tem sido referenciado “como o precursor da análise da estrutura ótima do capital no contexto cultural”, tendo identificado que o “fator país” era um “importante determinante das decisões da estrutura de capital”. Ainda na ótica do mesmo autor, o referido estudo permitiu que estudos posteriores tivessem em conta esse elemento na análise das decisões de estrutura de capital, como as evidências identificadas por Sekeley e Collins (1988)⁹¹.

Os contributos posteriores de Borio (1990), Kester (1986), Rajan e Zingales (1995) e Wald (1999), entre outros, são igualmente referenciados por Chui *et al.* (2002). No entanto, era o “fator país” que se encontrava como elemento prioritário em tais análises, em detrimento da análise dos diferentes ambientes institucionais subjacentes à cultura dos países, embora em alguns desses estudos fosse já sugerida a sua análise (Booth *et al.*, 2001). Assim, ainda que Stonehill e Stitzel (1969) e Sekely e Collins (1988), designadamente, sugerissem que determinados fatores culturais influenciavam a estrutura do capital, de acordo com Chui *et al.* (2002), “os referidos estudos não empregaram variáveis culturais que especificamente analisassem as diferenças nacionais em termos da estrutura do capital”, como as variáveis relacionadas com os modelos desenvolvidos por Hofstede (1980) e Schwartz (1994a).

⁹⁰ Aggarwal, R. (1981). International differences in capital structure, An empirical study of large European companies. *Management International review*. **21**, 75-88.

⁹¹ Sekely, S.e Collins, M. (1988). Cultural Influences on International Capital Structure. *Journal of International Business Studies*. **19**, 91-96.

Note-se ainda que, em certo sentido, o desenvolvimento proposto por La Porta *et al.* (1996), no que diz respeito à análise das relações entre os sistemas legais dos países (países do tipo *code law* vs países do tipo *common law*) e o financiamento empresarial, pode igualmente ser inserido no contexto de tais estudos, visto que alguns estudos subsequentes mantiveram a classificação dos sistemas legais como variável objeto de investigação⁹², ainda que de uma forma não prioritária (e.g. Chui *et al.*, 2002). De acordo com os autores, as diferenças na proteção legal dos investidores, bem como a qualidade dos sistemas contabilísticos, encontram-se na base da explicação das formas de financiamento das empresas situadas em distintos países. O estudo de La Porta *et al.* (1996), tendo por base a análise dos sistemas legais de 49 países (21 de origem legal francesa, 6 de origem legal alemã, 4 de origem legal escandinava e 18 de origem *common law*), fornece evidência de que os sistemas legais dos países (*common law* vs *civil law*⁹³) influenciam o desenvolvimento dos mercados de capitais e a estrutura de capitais das empresas.

Assim, apenas no princípio deste século os estudos que relacionam especificamente a cultura com o financiamento empresarial, isto é, estudos que identificam diretamente o referido elemento como um fator decisivo nas decisões de financiamento, têm encontrado maiores desenvolvimentos. Nesse sentido, é possível identificar estudos relativos à influência da cultura nacional sobre a estrutura de capital e as opções de financiamento das empresas, incluindo nesse contexto a análise em termos da maturidade da dívida (Antonczyk *et al.*, 2010, 2011; Chui *et al.*, 2002; Gleason *et al.*, 2000; Rihab e Lofti, 2011), utilizando em seus estudos os modelos de Hofstede (1980), Schwartz (1992, 1994), e indo além das teorias habitualmente desenvolvidas nesse mesmo âmbito (Modigliani e Miller, 1958; Modigliani e Miller, 1963; Jensen e Meckling, 1976; Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984).

Os resultados de tais estudos têm-se revelado bastante satisfatórios, demonstrando que a análise da cultura e de outros fatores cognitivos na explicação do comportamento das empresas em torno das decisões de financiamento não deve ser descurado pelos investigadores, sugerindo a necessidade de realização de estudos no âmbito de cada país e através de análise que extrapolem a abordagem tradicional de divisão dos países em

⁹² A utilização da referida classificação estende-se a outros estudos não diretamente relacionados com o financiamento empresarial, como o estudo de Jaggi e Low (2000), que utiliza tal classificação como variável explicativa do grau de divulgação das empresas de distintos países.

⁹³ Também designado *code law* em estudos posteriores.

torno de classificações pré-estabelecidas, como os países pertencentes ao eixo anglo-saxónico (e.g. Chui *et al.*, 2002; Rihab e Lofti, 2011). Ressalve-se, no entanto, que a generalidade destes estudos tem adotado uma abordagem multi-países, na tentativa de identificar diferenças culturais entre os países a partir dos índices (*scores*) de valores culturais desenvolvidos por um dos autores mencionados anteriormente.

3.3.6. Evidências empíricas no contexto internacional

As PME têm características próprias que as distinguem das entidades de grande dimensão (Russo, 2005). As teorias relacionadas com o financiamento empresarial baseiam-se, em grande parte, sob o ponto de vista das empresas de grande dimensão, que podem recorrer aos mercados bolsistas como forma de financiamento, realidade, por sua vez, não extensível às PME. Nessa mesma linha, as primeiras investigações relacionadas com o tema preocuparam-se, prioritariamente, em validar tais teorias no âmbito das empresas de grande dimensão, sendo que, apenas numa fase seguinte, os estudos direcionaram-se para a análise das estruturas de financiamento, tendo em conta as suas limitações características.

No âmbito da literatura relacionado com a estrutura de capital, as características específicas das PME têm sido frequentemente destacadas, conjuntamente com as dificuldades ou barreiras no acesso ao financiamento e os problemas relacionados com a assimetria de informação, temas recorrentes nesse contexto (Ang *et al.*, 2000; Anni, 2009; Bruns e Fletcher, 2008; Hall *et al.*, 2004; Hussain *et al.*, 2006; Lopez-Gracia e Aybar-Arias, 2000; Jordan *et al.*, 1998; Moro *et al.*, 2010; Schmitt, 2002; Sogorb-Mira e Lopez-Gracia, 2003; Watson e Wilson, 2002).

Ang *et al* (2000), tendo por base as análises propostos por Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983), analisaram os problemas de agência a partir de uma amostra de 1.078 entidades de pequena dimensão dos Estados Unidos e com base em dados relativos ao ano de 1992. Os investigadores tiveram em conta nessa análise elementos relativos às estruturas de governação e da propriedade do capital, além de dados económico-financeiros, identificando hipóteses de associação entre os custos de agência em empresas cujos gestores não são proprietários (custos mais elevados), em empresas cujo número de proprietários não gestores (relação direta) e em empresas cujo número de proprietários que são gestores (relação inversa). Com base em análise de regressão multivariada, os resultados identificaram que os custos de agência são mais elevados quando um elemento externo gere a entidade, encontrando-se em relação inversa com a

participação dos proprietários na gestão da entidade e aumentando consoante o maior número de proprietários não gestores, conforme inicialmente esperado. Outra das conclusões identificadas no estudo diz respeito ao facto de que o controlo externo efetuado pelos bancos produz uma externalidade positiva sob a forma de redução dos custos de agência.

Lopez-Gracia e Aybar-Arias (2000) realizaram, em Espanha, um estudo abrangendo 445 PME⁹⁴ durante o período de 1994 e 1995, com o objetivo de analisar a influência dos fatores dimensão e setor de atividade na estrutura de endividamento (endividamento a curto prazo e autofinanciamento) das referidas entidades, tendo subjacente as teorias de racionamento do crédito e do *pecking order*, que, segundo os autores, estão de acordo com as condições de assimetria informacional no qual as PME espanholas operam. Com base na análise de variância multivariada (MANOVA), os resultados identificaram uma influência significativa e positiva relativamente ao fator dimensão e as estratégias de autofinanciamento, bem como diferenças estatisticamente significativas entre as políticas de endividamento a curto prazo e o setor de atividade, embora com comportamento diferente no contexto do setor dos transportes, comunicação e outros. Os resultados obtidos indiciam ainda, segundo os autores, uma maior precariedade das empresas mais pequenas, no conjunto das PME, na obtenção de financiamento, que apresentam-se maioritariamente composto por financiamento a curto prazo.

Sogorb-Mira e Lopez-Gracia (2003), por sua vez, realizaram um estudo também em Espanha abrangendo um período mais longo, de 1994 a 1998, com recurso à análise de dados em painel e abrangendo uma amostra de 6.482 empresas (PME). Como variáveis dependentes, foram utilizadas duas variáveis identificadas com endividamento total, tendo como numerador o total do passivo e, no denominador, o total do ativo e o total do capital próprio. Os autores encontraram suporte quer para a teoria do *pecking order* quer para a teoria do *trade-off*, no entanto, identificam um menor suporte para o entendimento segundo o qual as PME espanholas ajustam o seu nível de endividamento às necessidades de financiamento, hipótese defendida na teoria do *pecking order*.

Watson e Wilson (2002), com base em técnicas de regressão e a partir de dados obtidos a partir de uma amostra de 629 PME também do Reino Unido durante o período de 1990 a 1995, obtiveram resultados que confirmaram a teoria do *pecking order*,

⁹⁴ De acordo com os autores, a má qualidade da informação contabilística prestada pelas PME resultou na redução significativa das empresas incluídas na amostra do estudo.

nomeadamente no que diz respeito à preferência dos gestores pela utilização de fontes internas de financiamento em detrimento do endividamento, particularmente fortalecida no contexto das empresas de capital fechado.

Anni (2009) analisa a estrutura de capital de PME do setor da pesca finlandesas, no sentido de determinar se os constrangimentos financeiros (dificuldades à obtenção de financiamento) determinam a estrutura do capital das referidas entidades, tendo em conta as teorias relacionadas com a estrutura ótima do capital e a teoria do *pecking order*. Para o efeito, foram utilizados rácios de endividamento e de curto e de longo prazo como variáveis dependentes do estudo, sendo a informação obtida a partir das demonstrações financeiras das entidades combinada com dados relativos a um questionário conduzido em 2009, resultando em uma amostra final de 399 entidades. Os resultados obtidos no estudo a partir de técnicas de análise de regressão (oito diferentes modelos foram utilizados) confirmaram a influência de algumas variáveis do modelo sobre o endividamento de curto prazo, como o valor de garantia de ativos, a maturidade, a rendibilidade, a estrutura da propriedade e os constrangimentos financeiros, ao passo que o valor de garantia de ativos, a capacidade de financiamento interno e a rendibilidade apresentavam-se mais significativas na explicação do endividamento de longo prazo. Identificou-se ainda que os constrangimentos financeiros (incluída em todos os modelos) apresentavam um efeito negativo e significativo sobre os rácios de endividamento a curto prazo, sendo também negativo relativamente à dívida de longo prazo, porém não tão significativo, o que confirma que a possibilidade de acesso ao mercado de capital influencia (altera) a estrutura de capital das PME.

Mais recentemente, alguns estudos que cercam as PME passaram a incluir o efeito país na referida análise, através de uma abordagem multi-países, designadamente, os contributos de Hall *et al.* (2004) e Jensen e Uhl (2008).

Hall *et al.* (2004), designadamente, referem que os estudos já desenvolvidos em torno dos fatores determinantes que explicam a estrutura de capital das empresas têm prosseguido com relativo êxito, passando a incluir, mais recentemente, elementos relativos à cultura dos países e à estrutura de governação. No entanto, alguns desses estudos têm falhado em não considerar as especificidades que cercam as PME nesse contexto, que, por não estarem cotadas, apresentam uma maior variabilidade em termos de estruturas de capital, comparativamente com as grandes empresas. Assim, os investigadores, através de uma análise à estrutura de capital de PME europeias,

analisaram até que ponto os fatores específicos de cada país determinam as diferentes políticas de financiamento empresarial. Assim, os autores definiram hipóteses relativas à não verificação das influências dos fatores específicos dos países em termos da estrutura de capital das empresas analisadas. O estudo baseia-se em dados financeiros (contabilísticos) de PME de oito países, nomeadamente, a Bélgica, a Alemanha, a Espanha, a Irlanda, a Itália, a Holanda, Portugal e Reino Unido. Para o estudo, uma PME foi definida como tendo menos de 200 trabalhadores. Com base em análise de regressão, o estudo identifica variações na estrutura de capital e os seus determinantes entre os países pesquisados. As hipóteses parecem confirmar-se razoavelmente, no entanto, torna-se claro que as hipóteses não explicam todos os fatores habitualmente referidos pela literatura em termos de estrutura de capital das PME, já que há variações nos efeitos dos determinantes da estrutura de capital entre os países. Para os autores, as variações poderiam ser explicadas por diferenças nas atitudes em relação ao endividamento, aos requisitos de divulgação, as relações com os bancos, tributação e outros agentes económicos nacionais, sociais e diferenças culturais, sendo provável que tais diferenças estejam relacionadas a problemas de agência, assimetria de informação e custos de sinalização entre os países. No entanto, novas pesquisas podem fornecer mais explicações, considerando variáveis adicionais específicas do país que determinam a estrutura de capital das PME.

Esta linha de investigação tem sido seguida por outros investigadores, designadamente, o estudo desenvolvido por Jensen e Uhl (2008), alargado a 24 países e cerca de 500.000 observações (ano-país) de PME⁹⁵, que foram analisadas tendo em conta a localização (Europa Oriental e Ocidental), e tendo por base algumas das teorias tradicionais da estrutura do capital, bem como fatores específicos do país e das empresas. Entre as conclusões do estudo, encontra-se o facto de que o endividamento nos países da Europa Oriental apresenta, em geral, níveis mais reduzidos, pondo em causa ainda as teorias tradicionais da estrutura da capital, nomeadamente, as teorias do *trade-off* e do *pecking order*, na capacidade de explicar na totalidade o endividamento, uma vez que “não se encontram suficientemente discutidas as decisões do lado da oferta”.

No contexto internacional, o estudo de Jordan *et al.* (1988) revela-se como uma referência importante aos desenvolvimentos inicialmente propostos por Barton e Gordon (1987) na vertente da relação entre a estratégia empresarial e a estrutura de

⁹⁵ Portugal encontra-se representado no estudo através de um número de 5.665 observações ano-país.

capital, desenvolvimentos que foram posteriormente seguidos, designadamente, por Lowe *et al.* (1994)⁹⁶, Balakrishnan e Fox (1993)⁹⁷ e Williamson (1998)⁹⁸.

Jordan *et al.* (1998) analisaram as relações entre a estrutura de capital e a estratégia empresarial de 173 PME do Reino Unido distribuídas por nove setores de atividade durante o período de 1989 a 1993. O estudo desenvolveu um amplo número de hipóteses baseadas nas teorias tradicionais da estrutura de capital, mas incluindo adicionalmente a componente estratégia através da condução de um questionário que abarcava um conjunto de questões não financeiras, associadas à referida componente. Os resultados dos modelos de regressão aplicados (*logit* e regressão linear múltipla) suportaram a teoria do *pecking order* no contexto das PME, bem como a influência dos fatores financeiros e a estratégicos no nível de endividamento das referidas empresas. Nesse contexto, concluiu-se que as empresas com estratégias de inovação apresentam níveis de endividamento inferiores, comparativamente com a adoção de outros tipos de estratégias por parte de outras empresas da amostra. Foram ainda identificadas uma relação positiva (negativa) entre o valor de garantia dos ativos (fluxos de caixa) e o endividamento, ao passo que o efeito do setor não se apresentou significativo na explicação do modelo.

Outra linha de investigação identificada encontra-se, por sua vez, associada aos critérios relacionados com à concessão/obtenção do financiamento, quer do lado da oferta, quer do lado da procura, quer a partir de análises no contexto específico de um país quer através de análises multi-países. Como ponto comum a tais estudos, refira-se a utilização, na generalidade, do questionário como instrumento de recolha da informação e os efeitos associados à assimetria da informação como elemento de análise comum (Bruns e Fletcher, 2008; Hussain *et al.*, 2006; Schmitt, 2002).

Schmitt (2002) analisam as escolhas de financiamento por parte de 25 proprietários de PME brasileiras, com ênfase na modalidade capital de risco, a partir de um questionário que analisava os fatores de maior ou menor impacto nas decisões de financiamento, bem como a visão dos proprietários acerca dos elementos relacionados com a obtenção de financiamento, a perceção dos riscos, custo de capital e associação. Os custos de

⁹⁶ Lowe, J. *et al.* (1994). The impact of corporate strategy on the capital structure of Australian companies. *Managerial and Decision Economics*. **15(3)**, 245-257.

⁹⁷ Balakrishnan, S. e Fox, I. (1993). Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure. *Strategic Management Journal*, **14(1)**, 3-16.

⁹⁸ Williamson, O. (1988). Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*, **43**, 567-591.

transação foram apontados como os elementos mais significativos na escolha do financiamento, evidenciando assim problemas de assimetria da informação ao apontarem como desvantagens do processo de aceitação do capital de risco questões relacionadas com a governação da sociedade, a retirada de decisões de gestão e controlo. De entre as principais vantagens, por sua vez, foram apontadas o apoio estratégico do investidor, o impulso pela profissionalização empresarial e a reputação trazido pelo investidor.

Bruns e Fletcher (2008), tendo presente que o financiamento bancário é a principal fonte de financiamento da generalidade das PME na Suécia, analisam, a partir da ótica dos financiadores, os problemas relativos à assimetria da informação e a assunção de riscos, nomeadamente, o risco de crédito. A partir de uma amostra de 114 entidades de crédito suecas, e com base num questionário relativo aos fatores que influenciam as decisões de risco dos concedentes de crédito, os autores analisaram hipóteses relativa à forma como a informação sobre a capacidade de liquidação de empréstimo por parte dos mutuários, o alinhamento entre as preferências de risco e a partilha de riscos afetam o apoio na concessão de crédito. Os resultados identificados, com base na correlação de Pearson e análise de regressão, sugerem que a característica relativa à informação contabilística apresentada e os fatores de transferência do risco para o mutuário tem maior impacto na concessão do crédito. O estudo destaca ainda a interação entre os fatores que influenciam a decisão de crédito, nomeadamente, a propensão ao risco, por um lado, e a posição financeira e a garantia prestada.

Hussain *et al.* (2006) comparam o acesso ao financiamento em economias desenvolvidas (Reino Unido) e de economias em desenvolvimento (China), considerando as implicações válidas para as empresas e a economia em geral. Num âmbito mais específico, investigaram as diferenças eventualmente existentes entre as necessidades de financiamento das PME e a perceção que têm das instituições que concedem crédito, tendo por base a assimetria da informação mais intensa, segundo os autores, no contexto das referidas entidades, embora destaquem não serem conclusivos os estudos acerca dos seus impactos. Com base nas respostas ao questionário então conduzido, os investigadores concluíram que as PME encontram barreiras ao financiamento, sugerindo, no entanto, que a perceção das entidades concedentes de crédito é bastante distinta entre os dois grupos em análise, apresentando os empresários chineses menores níveis de satisfação. Outro ponto referenciado no estudo diz respeito

às diferenças em termos de percepção do risco, que podem estar relacionadas com as diferenças de ordem cultural, nomeadamente, o conservadorismo dos chineses na divulgação de informação financeira.

Pese o número cada vez mais crescente de investigação relacionada com a estrutura de capital das PME, algumas críticas à forma como o tema é abordado têm sido igualmente apresentadas, conforme destaca Moro *et al.* (2010). Assim, e de acordo com Moro *et al.* (2010), a literatura existente sobre o tema tem sido, muitas vezes, inadequada em relação aos estudos que cercam a estrutura de capital no âmbito específico PME, no sentido em que, “em particular, o custo do capital próprio (sendo conceptualmente mal definido e não quantificável empiricamente) não é aplicável às decisões da estrutura de capital para uma grande proporção de PME”.

Ainda para os autores, a estrutura ótima de capital encontra-se exclusivamente dependente da composição da dívida de curto e longo prazo da dívida, em detrimento do valor do capital próprio, não sendo verdadeiramente representativo do valor dos investimentos realizados pelos proprietários. Nesse sentido, a rendibilidade do capital próprio não apresenta um real significado para os proprietários, mas, sim, o custo da dívida (*ibid*).

3.3.7. Evidências empíricas no contexto nacional

A investigação desenvolvida em Portugal relacionada com a estrutura de capital das PME tem analisado a temática sob distintas abordagens teóricas e a partir de distintos enquadramentos. Alguns dos estudos, embora não especificamente vocacionados às PME, resultaram ao final na obtenção de uma amostra composta maioritariamente pela referida classe de dimensão, designadamente, os estudos de Correia (2003) e Rebelo (2003) acerca das empresas familiares e do ciclo de vida das empresas, respetivamente, tendo em conta a expressiva maioria de tais entidades no tecido empresarial do país.

Apesar de algumas divergências substanciais identificadas entre os resultados de tais estudos, designadamente, no que diz respeito aos efeitos do fator dimensão e do valor de garantia dos ativos sobre o endividamento, a confirmação na generalidade da teoria do *pecking order* parece relevar-se como o resultado mais consistentemente apresentado no que diz respeito à explicação da estrutura de capital das PME nacionais (Bastos e Ramalho, 2011; Fernandes *et al.*, 2010; Rebelo, 2003; Ramalho e Silva, 2009; Serrasqueiro, 2000; Serrasqueiro *et al.*, 2011; Silva Junior, 2012; Vieira e Novo, 2010).

Serrasqueiro (2000) concluiu em Portugal uma tese de doutoramento relacionando variáveis genéricas e variáveis estritamente financeiras, assim como variáveis relacionadas com os dirigentes das empresas, com o recurso às fontes de financiamento das PME. Algumas das conclusões obtidas a partir do referido estudo apresentam-se sintetizadas no **Quadro 39**.

Elementos de análise:	Resultados:
Concentração do capital	Existe uma elevada concentração de capital num reduzido número de sócios/acionistas, sendo que o número médio de sócios/acionistas dirigentes era de 2,4 e o número médio de sócios/acionistas de 4,8, concluindo a autora que tais números eram reveladores de uma significativa concentração da propriedade do capital e da gestão das empresas nos mesmos indivíduos.
Função financeira	Na maioria das empresas da amostra (62,1%) a função financeira era assumida pelos empresários, ao passo que em 37,9% das empresas é desempenhada por gestores contratados.
Nível do endividamento	As PME com necessidades financeiras apresentaram um maior nível de endividamento, justificado pelos proprietários e/ou gestores das PME que desejam manter inalterada a propriedade de capital da empresa. Os empresários portugueses mostram-se, segundo a autora, avessos à entrada de sócios/acionistas externos, isto é, “à obtenção de financiamento pelo recurso aos mercados bolsistas ou a qualquer outra fonte de capital próprio externa), que podem não só controlar as suas decisões, como também determinarem mudanças na direção da empresa”.
Fatores determinantes da seleção das fontes	Como fatores determinantes da seleção de fontes de capital alheio para as empresas encontram-se o custo, a relação com os financiadores e a necessidade de garantias sobre ativos da empresa ou o património pessoal dos proprietários.
Principais fontes de endividamento	Em mais de 80% dos casos a retenção de lucros constitui a principal fonte de financiamento interno, contrariamente à poupança pessoal dos empresários, que apenas em 22% das empresas da amostra final foi considerado como importante ou muito importante, seguindo-se-lhes os empréstimos pessoais dos sócios/acionistas. A poupança pessoal dos proprietários é relevante, em particular, no momento de aquisição ou criação da empresa.
Fontes externas de capital próprio	As fontes externas de capital próprio, por sua vez, foram consideradas pouco ou nada importantes, particularmente no que diz respeito ao mercado de capitais, exceção feita aos apoios públicos, ainda assim com uma importância reduzida (cerca de 5%) comparativamente às fontes externas.
Fontes externas de capital alheio	Das fontes de capital externo alheio, os financiadores considerados mais importantes (importante ou muito importante) foram os bancos (63%), fornecedores (33%) e sociedades de <i>leasing</i> (32%), sendo que as medidas governamentais relacionadas com o fornecimento de garantias bancárias para o acesso das PME ao financiamento bancário atuam como redutoras do <i>gap</i> entre a oferta e a procura de capital.

Quadro 39: Resultados do estudo de Serrasqueiro (2000).

Fonte: Serrasqueiro (2000).

O estudo de Serrasqueiro (2000) analisou as decisões de financiamento que cercam as PME através de questionários enviados por correio a cerca de 600 PME portuguesas durante o ano de 1998, obtendo-se ao final 132 respostas, o que corresponde a uma taxa

de resposta de 22%, e abrangendo os seguintes sectores de atividade, indústria, construção, comércio por grosso e a retalho, transportes e serviços. Foram realizadas análises estatísticas univariadas, bivariadas e multivariadas, tendo-se identificado que “alguns princípios orientadores da tomada de decisões de financiamento das empresas influenciam significativamente o seu recurso a fontes de capital”. A amostra final do estudo foi dividida em cinco *clusters*, posteriormente analisados tendo em conta “os padrões seguidos pelas empresas no recurso a fontes de capital”, e a partir dos quais foram identificadas diferenças significativas no que diz respeito quer às variáveis genéricas e financeiras, quer às variáveis especificamente associadas aos dirigentes das PME. O estudo concluiu que, globalmente, as variáveis relacionadas com os responsáveis pela gestão das PME (proprietários e/ou gestores) podem contribuir para “a melhor compreensão das decisões de financiamento”.

Marques e Morgado (2004) analisaram a maturidade da dívida das PME portuguesas enquadradas especificamente no setor da indústria, tendo por base uma amostra de 800 empresas, que apresentam informação financeira interruptamente durante os anos de 1998 a 2000, com o objetivo de identificar os fatores determinantes da maturidade da dívida de tais entidades. Para o efeito, os autores utilizaram o rácio entre o endividamento remunerado não corrente e o endividamento remunerado total. Através da análise de regressão *cross-section* (dados relativos a 2000), e a partir de hipóteses relacionadas com a maturidade da dívida habitualmente referidas na teoria financeira, designadamente, a maturidade de ativos e passivos, a assimetria de informação, a sinalização e a teoria da agência, os autores identificaram a existência de uma relação entre a maturidade da dívida e a maturidade os ativos das PME, bem como entre a maturidade da dívida e o nível de garantias reais e a rendibilidade. No entanto, não foram identificadas relações entre a maturidade da dívida e a dimensão, o setor e o nível de assimetria da informação, avaliada com base na maturidade da empresa.

Vieira e Novo (2010), tendo por base o estudo realizado por Gama (2000)⁹⁹ no contexto do setor industrial português, analisou a relevância das diferentes teorias acerca da estrutura de capital das PME empresas no contexto português, desenvolvendo hipóteses baseadas nos trabalhos desenvolvidos desde Modigliani e Miller (1958), que abordam as seguintes teorias, as teorias da fiscalidade, do *trade-off* entre os custos de falência vs

⁹⁹ Gama, A. (2000). Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas. Associação da Bolsa de Derivados do Porto.

benefícios fiscais, teorias relativas aos custos de agência (custos de agência do capital próprio, custos de agência da dívida, sinalização pelo endividamento e sinalização pela dívida) e a teoria da hierarquização das fontes de capital (teoria do *pecking order*). O autor utilizou como variável dependente, para além do rácio do endividamento total (relação entre o passivo e o ativo total), a decomposição do mesmo rácio em termos do endividamento a curto e a médio-longo prazo. A partir da base de dados Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI) o autor identificou a existência de 51 empresas enquadráveis no critério de seleção (PME) com dados completos durante o período compreendido entre 2000 e 2005. Os resultados identificados, recorrendo à análise de dados em painel, a partir de três técnicas de estimação (o método *pooled* dos mínimos quadrados, o método dos efeitos fixos e o método dos efeitos aleatórios), permitiram ao autor concluir, entre outros, que a dimensão da empresa influencia a capacidade de endividamento (tanto em termos gerais como no médio/longo prazo), bem como a existência de uma associação significativamente negativa entre a rendibilidade do ativo e os indicadores de endividamento. Os resultados constataram assim que, quanto maior se apresentava a capacidade de autofinanciamento, através de uma maior rendibilidade, menor era o recurso ao endividamento, em linha com a teoria subjacente ao *pecking order*, apontando assim que as empresas preferem financiar-se, em primeiro lugar, com recurso ao autofinanciamento, e só depois recorrem a financiamento externo, através de capital alheio. Por outro lado, não foram encontradas evidências de relação entre o endividamento e o valor de garantia dos ativos, os benefícios fiscais associados ao endividamento e a maturidade.

Fernandes *et al.* (2010) analisaram, em termos mais específicos, as fontes de financiamento e a estrutura de capital de 131 micro empresas portuguesas do interior de Portugal, nomeadamente, os distritos de Vila Real, Bragança, Guarda e Castelo Branco, durante o período compreendido entre 2005 e 2009. Os dados foram obtidos através da consulta à informação submetida pelas referidas entidades através da Informação Empresarial Simplificada (IES). Com base em análise de regressão multivariada, os resultados do estudo identificaram que a regra do equilíbrio financeiro mínimo é habitualmente cumprido pelas empresas, isto é, o crescimento de médio/longo prazo das empresas é acompanhado de financiamento com a mesma maturidade. Os autores identificaram ainda uma relação negativa entre a rendibilidade do capital próprio e o endividamento de médio e longo prazo, em linha com a teoria do *pecking order*,

identificando ainda que as empresas com maior maturidade são as empresas que apresentam uma composição mais fortalecida dos capitais permanentes.

Mais recentemente, Silva Junior (2012) efetuou igualmente uma análise comparativa entre a estrutura de capital das PME e das grandes empresas, a partir de uma amostra de 466 e 408 empresas, respetivamente, durante o período de 2005 a 2009, tendo como variáveis dependentes o endividamento total e o endividamento de médio-longo prazo. Através de um modelo de regressão linear múltipla baseada nos dados em painel, e utilizando-se como estimador o método dos mínimos quadrados, o autor identificou uma associação entre a variável dependente endividamento total e o risco de negócio e a rendibilidade. Em termos do endividamento de médio e longo prazo, as variáveis dimensão, a composição do ativo e a rendibilidade. O estudo viu confirmada em ambos os casos, isto é, quer para as PME quer para as grandes empresas, a teoria do *pecking order*, identificando ainda fortes indícios confirmatórios do *trade-off*.

Alguns estudos desenvolvidos em Portugal no contexto das PME¹⁰⁰ têm ainda procurado explicações para o endividamento a partir de características mais específicas como a estrutura da propriedade (empresas familiares) e o ciclo de vida das empresas, de que são exemplos os estudos de Correia (2003) e Rebelo (2003).

Correia (2003) realizou um estudo incidindo especificamente sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas familiares. Os dados (informação financeira e não financeira) foram obtidos a partir de um questionário conduzido aos associados fundadores da Associação Portuguesa de Empresas Familiares (APEF), tendo sido posteriormente submetidos à regressão linear múltipla, resultando em uma amostra final de 68 empresas e uma taxa de resposta de relativamente à amostra-alvo de 24,4%. Tendo por base os valores médios de 1998 a 2000, e utilizando o endividamento total como variável dependente, é possível destacar as seguintes conclusões mais específicas identificadas pela autora:

- a) As empresas familiares mais rentáveis apresentam-se menos endividadas; por outro lado, as empresas familiares de menor dimensão apresentam maior nível de endividamento;
- b) As empresas que possuem um elevado valor de garantia dos ativos apresentam um menor nível de endividamento;

¹⁰⁰ Embora o estudo não refira a incidência específica sobre as PME nacionais, é expectável que a generalidade das empresas incluídas na amostra do estudo sejam, fundamentalmente, PME, tendo em conta a análise apresentada dos indicadores de caracterização da amostra.

- c) A variabilidade dos resultados e o nível de endividamento encontram-se positivamente relacionados;
- d) A reputação da empresa e o nível de endividamento apresentam uma relação inversa;
- e) As empresas familiares com um maior nível de poupança fiscal não associado ao endividamento apresentam uma estrutura de capital menos endividada;
- g) As empresas familiares que já ultrapassaram a 1ª geração estão mais endividadas;
- h) A antiguidade do diretor financeiro está inversamente relacionada com o nível de endividamento total; e
- i) As variáveis crescimento, controlo familiar, plano estratégico e diretor financeiro como membro familiar não se mostraram relevantes na explicação do comportamento financeiro das empresas analisadas no estudo.

Em síntese, de acordo com a autora, é possível afirmar que “a decisão de financiamento das empresas familiares é influenciada não só por fatores financeiros, mas também por outras especificidades dessas empresas.”

Rebello (2003) analisou o tema sob a abordagem do ciclo de vida das empresas, tendo em conta as empresas nacionais do setor das tecnologias da informação e a partir de informação obtida a partir da condução de um questionário (obtenção de 45 respostas válidas, correspondente a uma taxa de resposta de 4,3%), efetuando, à semelhança de Serrasqueiro (2000), uma análise da estrutura de capital a partir do agrupamento das empresas em torno de *clusters*. Foi identificada a existência de uma relação negativa entre o nível de endividamento e os fatores crescimento e rentabilidade. Por fim, não se apresentaram determinantes no nível do endividamento a dimensão, a poupança fiscal não associada ao endividamento, o risco e o ciclo de vida das empresas. Os resultados obtidos não confirmaram a influência do ciclo de vida nas decisões de financiamento. Por outro lado, a teoria do *pecking order* viu-se reforçada, bem como a relação entre o endividamento e o valor de garantia dos ativos.

Mais recentemente, Serrasqueiro *et al.* (2011) analisaram se a estrutura da propriedade influencia, ou não, as decisões relativas à estrutura de capital, tendo em conta duas subamostras de PME (familiares e não familiares) e através de uma análise efetuada com base na metodologia dos dados em painel. Os dados foram extraídos da base de dados SABI durante o período de 1999 a 2006. Para efeitos de seleção das subamostras,

foram consideradas como empresas familiares as empresas detidas a mais de 50% por membros de uma mesma família com as restantes participações relativamente diluídas. Do processo de seleção tendo resultado do processo de seleção uma amostra de 3.684 observações (ano-empresa) de empresas familiares e 1.440 observações (ano-empresa) relativas às empresas não familiares. Como variáveis dependentes foram utilizadas a variação anual do endividamento de curto prazo e a variação anual do endividamento de médio-longo prazo, por um lado, e os rácios de endividamento de curto e de médio-longo prazo, por outro, como estimadores de ajustamento associados aos níveis-alvo de endividamento. Os resultados identificados pelos investigadores sugerem que a detenção por membros familiares é um importante determinante para as variações do endividamento de curto e médio-longo prazo, estimuladas pelo *deficit* financeiro; a taxa de ajustamento do endividamento de curto e médio e longo prazo para os níveis-alvo respetivos. A evidência sugere, assim, que as empresas familiares têm a possibilidade de atingir as metas definidas para os rácios de dívida de curto e médio-longo prazo, em linha com os pressupostos da teoria do *trade-off*. As empresas não familiares seguem mais de perto, por sua vez, a teoria do *pecking order*, uma vez que, quando os fundos internos são insuficientes as referidas empresas socorrem-se do endividamento de curto prazo, sendo as variações desse endividamento consequência direta desse mesmo *deficit* financeiro.

Outros estudos têm procurando ainda desenvolvido abordagens empíricas distintas das habitualmente utilizadas nos estudos acerca da estrutura de capital das empresas, centradas maioritariamente na regressão linear multivariada. Tais abordagens incluem o modelo de regressão fracionado em duas partes (Ramalho e Silva, 2009; Bastos e Ramalho, 2011) e um modelo não paramétrico baseado em árvores de decisão (Bastos e Ramalho, 2011).

Ramalho e Silva (2009) utilizaram, distintamente dos estudos anteriores, no contexto da análise da estrutura de capital das PME, um modelo de regressão fracionado em duas partes, desenvolvido em linha com as teorias associadas às decisões de financiamento recorrentes na literatura sobre o tema e apresentando como variável dependente um rácio de endividamento de longo prazo que tem por numerador o total do passivo não corrente e no denominador a soma do passivo não corrente e do capital próprio. O modelo fracionado procurava explicações para a estrutura do endividamento tendo por base duas questões associadas à referida matéria: por um lado, os fatores associados à

decisão de endividamento e, por outro, os fatores associados à quantia do endividamento. Assim, tendo por base dados de 4.692 empresas da Central de Balanços do Banco de Portugal relativos ao ano de 1999, os investigadores encontraram evidências fortes para as hipóteses de que os determinantes da estrutura de capital variam consoante a dimensão empresarial e de que os fatores que explicam a contração ou não de endividamento são diferentes dos fatores que determinam o montante do endividamento. Para o efeito, analisaram, numa primeira fase, através da utilização de um modelo binário, a probabilidade de emissão da dívida e, através de um modelo de regressão fracionado, o peso do endividamento. Adicionalmente a teoria do *pecking order* viu-se confirmada para todas as dimensões empresariais em análise.

Bastos e Ramalho (2011) utilizam igualmente uma abordagem diferenciada na análise da estrutura de capital, nomeadamente, através de um modelo não paramétrico baseado em árvores de decisão, igualmente desenvolvido no sentido de identificar os fatores que estão por trás da decisão do endividamento e da quantia do endividamento contraído. Os autores tiveram por base os mesmos dados utilizados por Ramalho e Silva (2009) para efeitos de comparação do modelo não paramétrico proposto com os resultados anteriormente apresentados a partir da utilização de um modelo paramétrico (o modelo de regressão fracionado em duas partes). De acordo com os autores do estudo, os resultados demonstraram, por um lado, significativas divergências entre as variáveis que se apresentam relevantes na explicação da estrutura do endividamento e, por outro, que o modelo não paramétrico sugere relacionamentos entre variáveis explicativas e o montante de dívida contraída que os modelos paramétricos habitualmente referenciados na análise da estrutura de capital não evidenciam. No entanto, o modelo paramétrico permite acomodar melhor os resultados combinados para as decisões de emissão de dívida e da quantia de dívida contraída, uma vez que para alguns grupos de empresas as variáveis dimensão e idade apresentam efeitos opostos sobre os dois níveis de decisão do modelo não paramétrico, enquanto outras variáveis tem efeitos significativos apenas sobre uma das decisões em análise. Por fim, é de referir-se que os resultados identificados à luz do modelo não paramétrico apresentaram-se, na maioria dos casos, em linha com a teoria do *pecking-order*, tal como o estudo de Ramalho e Silva (2009).

3.4. Evidências relativas à influência da cultura

As evidências relativas à influência da cultura, tendo por base o aproveitamento de índices subjacentes aos modelos das dimensões culturais propostos, nomeadamente, por

Hofstede (1980, 2001¹⁰¹) e Schwartz (1992, 1994) têm, sobretudo a partir do princípio deste século, alcançado um maior desenvolvimento em torno de estudos empíricos propostos tendo por base a associação entre as culturas nacionais e a estrutura de capital, incluindo nesse âmbito a análise acerca das opções de financiamento das empresas e a maturidade da dívida (Antonczyk *et al.*, 2010, 2011; Chui *et al.*, 2002; Gleason *et al.*, 2000; Rihab e Lofti, 2011).

Os resultados identificados pelos estudos anteriormente referidos apresentam-se assim, na generalidade, consistentes com o ponto de vista de que os fatores culturais influenciam a estrutura de capital, sugerindo a continuidade de estudos que incluam a cultura na análise do endividamento.

De acordo com Chui *et al.* (2002), pese a existência de numerosos estudos que abordam os valores culturais, poucos estudos contextualizavam a problemática da cultura no contexto do financiamento empresarial. Em linha com este entendimento, Chang *et al.* (2012) referem que “se no passado o impacto das culturas nacionais sobre as decisões de financiamento encontrava-se relativamente esquecido, cada vez mais encontra-se como um elemento enfatizado em recentes investigações”.

Os resultados identificados por Rihab e Lofti (2011) levaram os autores a recomendar a realização de estudos acerca do endividamento no âmbito de cada país, sugerindo ainda a consideração do fator cultural e de considerações cognitivas na explicação do comportamento relativo às opções de financiamento empresarial, referindo ainda que os resultados:

(...) são inteiramente consistentes com os desenvolvimentos teóricos que postulam que as diferenças ambientais em torno dos países explicam a diversidade do comportamento em termos do financiamento empresarial, pelo que qualquer análise destes comportamentos deve começar com a contextualização geográfica da empresa.

Os autores consideram ainda que “a negligência na inclusão de modelos socioculturais constitui uma deficiência nos estudos que analisam os fatores determinantes da estrutura do capital.” Outra conclusão extraída do mesmo estudo refere que as identidades culturais dos países inviabilizam qualquer tentativa de agrupamento dos países em torno

¹⁰¹ Hofstede, G. (2001). *Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations across Nations*. Sage Publications: Thousand Oaks.

da sua origem anglo-saxónica, habitualmente utilizada na literatura, na explicação da estrutura de capital (*ibid*).

Os resultados obtidos por Antonczyk *et al.* (2011), por sua vez, levaram os autores a enfatizar a necessidade de incluir “os aspetos culturais na economia financeira”, uma vez que:

(...) as decisões de financiamento das empresas não podem ser analisadas sem ter em conta os aspetos culturais de uma sociedade, uma vez que a perceção dos gestores relativamente às vantagens do financiamento bancário ou da dívida titulada pode ser influenciada pela cultura a qual os mesmos pertencem.

Acrescentam ainda que, se há evidências de que a cultura explica em parte a relação entre o endividamento bancário e o endividamento titulado dos países, a sua não inclusão nos estudos torna-os conceptualmente incompletos em termos de especificação do modelo proposto.

Na análise em torno da maturidade do endividamento, Kearney *et al.* (2012), em estudo desenvolvido recentemente no contexto específico das PME, referem a existência de uma significativa e frequentemente fortalecida associação entre as variáveis culturais e a estrutura de capital das empresas dos países em análise.

Chang *et al.* (2012) alegam no mesmo sentido que, sendo consistente o pressuposto evidenciado pela literatura que aponta que a cultura nacional desempenha um fator crítico no contexto das decisões de financiamento empresarial. Este facto representará igualmente uma peça-chave na identificação das diferenças em termos da maturidade das dívidas entre os países.

Zheng *et al.* (2012) corroboram tal opinião, posicionando a cultura como um fator explicativo importante na análise das diferenças em torno da maturidade do endividamento entre os países. Por fim, e mais especificamente, destaque-se a relação negativa entre o nível de endividamento e as dimensões culturais associadas à aversão ao risco e o/ou conservadorismo propostas, respetivamente, por Hofstede (1980) e Schwartz (1994a), e evidenciado através dos resultados obtidos quer por Chui *et al.* (2002), Gleason *et al.* (2000), relativamente ao endividamento total, quer por Kearney *et al.* (2012) e Zheng *et al.* (2012), relativamente ao endividamento de longo prazo, ainda que estes últimos não se encontrem em linha com as restrições consideradas por Chang *et al.* (2012).

Kearney *et al.* (2012) destacam no contexto da relação entre a aversão ao risco e o endividamento, que “os proprietários das PME desejam evitar riscos de negócio elevados, reduzindo a interferência dos credores e mantendo a autonomia e a independência” e contrariam os resultados obtidos por Chang *et al.* (2012) na medida em que, no contexto das PME, o endividamento de médio e longo prazo apresenta mais risco para os proprietários, comparativamente com o endividamento de curto prazo.

Gleason *et al.* (2000), utilizando dados de um setor específico (o segmento do retalho no contexto do comércio) de 14 países europeus, incluindo Portugal, promoveram um agrupamento dos referidos países em torno de quatro *clusters* utilizando como referência as dimensões culturais de Hofstede (1980). Os agrupamentos propostos encontram-se identificados no **Quadro 40**.

<i>Cluster:</i>	<i>Característica:</i>
<i>Cluster 1</i> , Portugal ¹⁰² , Bélgica, França e Espanha	<i>Países com forte incerteza, feminilidade e grande distância do poder</i>
<i>Cluster 2</i> , Irlanda e Reino Unido	<i>Países com fraca incerteza, masculinidade e pequena distância do poder</i>
<i>Cluster 3</i> , Áustria, Alemanha, Itália e Suíça	<i>Países com forte incerteza, masculinidade e pequena distância do poder</i>
<i>Cluster 4</i> , Dinamarca, Finlândia, Holanda e Suécia	<i>Países com fraca incerteza, feminilidade e grande distância do poder</i>

Quadro 40: Grupo dos países em torno das dimensões culturais de Hofstede (1980).
Fonte: Gleason *et al.* (2000).

O referido agrupamento, que resultou na criação de variáveis *dummies*, efetuado foi então analisado conjuntamente com a inclusão de variáveis de controlo, nomeadamente, o desenvolvimento económico dos países, a utilização de economias de escala associadas à dimensão, à concentração industrial e à tangibilidade dos ativos, na análise dos fatores explicativos da estrutura de capital (através do rácio entre o total do passivo e o total do ativo) e do desempenho empresarial (financeiro e económico). Foram definidas hipóteses, por um lado, de igualdade entre os *clusters* relativamente à estrutura de capital e, por outro, da estrutura de capital como elemento não determinante do desempenho empresarial. A partir dos dados de 198 empresas europeias relativos ao ano de 1994, e com base em técnicas de análise de regressão, os autores identificaram, simultaneamente à evidência da relação entre a estrutura de capital e o desempenho, já

¹⁰² De acordo com os autores, todos os países, exceto Portugal, demonstraram uma elevada orientação para o individualismo.

amplamente referenciada pela literatura. Adicionalmente, foi identificado que a diferença em termos da estrutura de capital das empresas apresenta-se, de facto, influenciada pelas diferenças identificadas em torno das culturas nacionais, resultados que se mantém consistentes após a inclusão de variáveis de controlo. O desempenho dos retalhistas, por seu turno, mostrou-se independente de qualquer fator cultural e das variáveis de controlo, exceto no que diz respeito ao fator dimensão.

Chui *et al.* (2002) investigaram se a cultura influencia o nível de endividamento empresarial, através do desenvolvimento de hipóteses baseadas no modelo das dimensões culturais desenvolvido por Schwartz (1994a). Para o efeito, foram analisados dados de 22 países (incluindo Portugal nesse contexto) a partir de numa amostra de 5.591 empresas durante os anos de 1991 a 1994 e 1996¹⁰³. Ressalve-se que, consoante a análise, foram restringidos dados relativos a alguns dos países da amostra e/ou ano de estudo. As hipóteses propunham, assim, uma relação negativa entre os níveis de conservadorismo e superioridade de um país e o nível de endividamento das empresas. Os resultados identificados, através de análise de regressão, confirmam na generalidade as hipóteses apresentadas no estudo, identificando assim uma relação fortalecida entre os países com elevados níveis de conservadorismo e superioridade¹⁰⁴ e a apresentação de rácios de endividamento mais reduzidos. Foram utilizadas ainda no estudo algumas variáveis de controlo relativas aos países, bem como outras variáveis habitualmente utilizadas nos estudos relativos à análise dos fatores que influenciam a estrutura do capital das empresas. Na ótica dos referidos autores, “os efeitos são fortes e permanecem significativos mesmo após a consideração de diferenças em termos de desempenho económico, sistemas legais, instituições financeiras e outros fatores igualmente apontados como determinantes do endividamento.”

A linha de investigação desenvolvida por Chui *et al.* (2002) foi então seguida por outros investigadores, como Antonczyk *et al.* (2010, 2011), Chang *et al.* (2009), Li *et al.* (2011) e Rihab e Lofti (2011),.

Rihab e Lofti (2011) basearam-se no modelo de regressão proposto por Chui *et al.* (2002) utilizando igualmente o fator cultural na explicação de variações na estrutura do

¹⁰³ Pese ainda o número alargado de países incluídos no estudo, em alguns casos foram incluídas um número demasiado reduzido de empresas, designadamente Portugal, em que apenas foram incluídas 47 empresas no estudo (na maioria dos casos, de facto, o número de empresas não ultrapassa as 100 unidades)

¹⁰⁴ Tradução livre de “*mastery*” no original em língua inglesa.

endividamento das empresas. Distintamente, no entanto, do referencial seguido por Chui *et al.* (2002) que utilizaram, nomeadamente, os valores culturais de Schwartz (1994a), os autores aplicaram na definição do modelo o referencial teórico desenvolvido por Hofstede (1980) para a definição das hipóteses de investigação. Os autores analisam o impacto das referidas dimensões na estrutura do endividamento (com base em valores de mercado e valores contabilísticos), a partir de uma amostra de 14.594 empresas de 50 países pertencentes a três áreas geográficas, nomeadamente, países da América Latina, Europa e Leste Asiático e Pacífico. Rihab e Lofti (2011) classificaram a relação entre o endividamento dos países e as quatro dimensões culturais iniciais de Hofstede (1980) nos termos especificados no **Quadro 41**.

Dimensão:	Relacionamento identificado:
A distância do poder e o endividamento	Na base desta relação, encontra-se a ideia segundo a qual os gestores estão preocupados com a sua reputação (sucesso individual), isto é, quando o valor do sucesso é elevado, tendem a tomar decisões de endividamento menos arriscadas, e que evitem o risco de falhas pessoais.
O individualismo/ coletivismo e o endividamento	De acordo com Davis <i>et al.</i> (1997) <i>apud</i> Chui <i>et al.</i> (2002), em culturas mais individualistas, os conflitos de interesses e de assimetria informacional são claramente pronunciadas dentro das empresas. O estudo de Schwartz (1994a), por sua vez, estabeleceu uma relação negativa entre o individualismo e o endividamento através de dois eixos principais, o primeiro baseia-se no facto de que a preocupação com a solidariedade dentro do grupo incentiva os gestores a reduzir o endividamento e os riscos associados, para reforço da estabilidade financeira; o segundo relaciona-se com a manutenção da imagem pública da empresa, acentuada em culturas mais coletivistas.
A aversão ao risco e o endividamento	Os países com forte componente da aversão ao risco sentem-se ameaçados por situações ambíguas, risco e, portanto, tendem a evitar tudo o que é demasiado arriscado. O endividamento é, por si só, uma decisão que envolve o risco, de consequências consideráveis. Além disso, numa cultura com uma forte aversão ao risco, a imitação e rotinas podem desempenhar o papel de uma entidade institucional para orientar o comportamento dos gestores (Bickchandani <i>et al.</i> ; 1992) <i>apud</i> Chui <i>et al.</i> (2002). Segundo esta abordagem cultural, as decisões de financiamento são determinados pela imitação e o rotinas, em particular, quando os gestores estão em fase de saturação cognitiva. Assim, admitindo-se a aversão ao risco, os gestores devem tomar as decisões (financeiras) mais "usuais", recusando-se a qualquer modalidade de financiamento que possa modificar o percurso da empresa.
A masculinidade/ feminilidade	Nas culturas de cariz mais "masculino", as pessoas valorizam a competitividade, a assertividade, a ambição e a acumulação de riqueza e posses. Nas chamadas culturas 'femininas', valorizam as relações pessoas de valor e qualidade de vida. Nas culturas masculinas, os riscos de conflitos de agência tendem a ser maiores do que nas culturas do sexo feminino. A razão para tal é que as culturas do sexo masculino tendem a ser mais materialistas. Da mesma forma, as culturas do sexo masculino tendem a exercer uma maior pressão relativamente à necessidade de realização pessoal. Assim, as culturas masculinas tendem a assumir mais riscos, contrariamente às culturas femininas que são mais reticentes em matéria de financiamento, em particular, os financiamentos que envolvem um maior risco.

Quadro 41: As dimensões culturais de Hofstede (1980) e o financiamento.
Fonte: Rihab e Lofti (2011).

Os autores utilizaram dois vetores de variáveis na explicação do endividamento: por um lado, a rentabilidade (baseada no EBIT a dividir pelo total de ativo), a dimensão (como logaritmo do total do ativo), a tangibilidade (total de ativos fixos a dividir pelo total de ativo) e o rácio “*market to book*” (valor de mercado da empresa a dividir pelo valor contabilístico) e, por outro, os *scores* das quatro dimensões culturais propostas por Hofstede (1980) e apresentadas no quadro anterior. Os resultados sugerem, de facto, que a cultura nacional afeta as estruturas de capital das empresas, ocasionando diferenças em torno dos países e regiões (hipóteses de partida definidas pelos investigadores). Em particular, os valores culturais identificados com as variáveis relativas ao individualismo vs coletivismo desempenham um papel determinante na definição dos perímetros de financiamento das empresas.

Antonczyk *et al.* (2010) analisaram a forma como as preferências culturais influenciam as decisões de financiamento empresarial, particularmente, a hipótese de que empresas em países com um maior grau de orientação a longo prazo, uma das dimensões culturais do modelo de Hofstede (2001) tendem a preferir o financiamento bancário, enquanto as empresas em países com um maior grau de orientação a curto prazo tendencialmente preferem o financiamento baseado em obrigações¹⁰⁵. O estudo foi conduzido com base em dados relativos ao ano de 2009 de 15.376 empresas pertencentes a 28 países¹⁰⁶, tendo-se utilizado, além de um rácio que relaciona o endividamento bancário com a dívida titulada como variável dependente, variáveis culturais como variáveis explicativas do modelo (não exclusivamente a dimensão cultural de Hofstede (1980) inicialmente proposta), bem como variáveis de controlo específica dos países (extraídas do questionário “The Global Competitiveness Report 2010-2011”) e das empresas em estudo. A análise de regressão efetuada permitiu aos investigadores a identificação de um apoio fortalecido sobre o papel da cultura nas decisões de financiamento. Assim, empresas de países com uma forte orientação a longo prazo apresentam uma preferência pelo financiamento bancário, ao passo que as empresas em países com uma orientação de curto prazo tendem a preferir o financiamento através da emissão de títulos.

Antonczyk *et al.* (2011) dão sequência ao modelo desenvolvido por Antonczyk *et al.* (2010), acrescentando ao estudo um modelo alternativo baseado nos valores culturais de

¹⁰⁵ Ressalve-se que, embora o referido estudo centre-se na orientação a longo prazo como principal variável explicativa do modelo, o autor utilizou igualmente outras quatro variáveis das dimensões culturais propostas por Hofstede, nomeadamente, a orientação a longo prazo, a distância do poder, o individualismo, a masculinidade e a aversão ao risco.

¹⁰⁶ Portugal encontra-se representado no estudo com a inclusão dos dados relativos a 28 empresas.

Schwartz (1994a), para efeitos de comparação dos resultados obtidos com base nos dois referenciais teóricos e alargando, ainda, o número de países e empresas incluídas no estudo. O estudo abrangeu, assim, dados relativos ao ano de 2009 de 8.664 empresas de 53 países, tendo-se utilizado o mesmo rácio anterior como variável dependente, variáveis culturais (uma vez mais, não exclusivamente a orientação a longo prazo de Hofstede (1980), bem como variáveis de controlo específica dos países e das empresas em estudo, similares às utilizadas no modelo anterior. Os resultados obtidos, com base em análise de regressão, confirmaram, linhas gerais, as expectativas iniciais dos investigadores no que diz respeito à capacidade de explicação da relação entre a cultura e o nível de endividamento bancário e de endividamento titulado dos países.

Na sequência dos estudos anteriores, Antonczyk e Salzmann (2012) analisaram, por sua vez, a influência do fator cultural na explicação do desenvolvimento do mercado de crédito dos países, mais especificamente, o desenvolvimento do financiamento através do capital de risco. Através dessa análise, Antonczyk e Salzmann (2012) investigaram os determinantes do capital de risco (*venture capital*) como variável dependente de um modelo sob uma perspetiva cultural, com base na ligação entre a perceção do risco por parte dos indivíduos e duas das dimensões culturais propostas por Hofstede (1980), nomeadamente, a aversão ao risco e o individualismo. Em linha com as referências propostas pela literatura sobre o tema que destacam a importância das diferenças culturais em torno do desenvolvimento do capital de risco, os autores tiveram por base, fundamentalmente, as respostas obtidas a partir das respostas um questionário disponíveis no “The Global Competitiveness Report 2008-2009”, integrando uma amostra composta por 12.297 empresários de 134 países, com uma média de 91 respondentes por país¹⁰⁷. Foram adicionadas ao modelo variáveis de controlo relativas aos fatores eventualmente associados à atividade de capital de risco em cada país (fatores relativos ao país), e habitualmente referidos pela literatura relacionada com o tema, nomeadamente, as condições de mercado, o ambiente legal, o ambiente empreendedor, o desenvolvimento económico, tendo-se realizado ainda análises alternativas em torno das variáveis dependentes do modelo, período e composição da amostra, além de medidas culturais alternativas, como as dimensões culturais de Tang e

¹⁰⁷ As conclusões finais foram, no entanto, reduzidas a uma análise baseada nas respostas de empresários de 49 países.

Koveos (2008)¹⁰⁸. Assim, e a partir de uma análise que compreendeu dados obtidos a partir de uma amostra de 49, os resultados demonstraram (Antonczyk e Salzmann, 2012):

(...) o importante efeito da cultura sobre a atividade do capital de risco, (...) consistentemente com o pressuposto de que os indivíduos de diferentes culturas estão sujeitos a desvios comportamentais que resultam em diferentes formas de percepção do risco.

Com base em análise de regressão multivariada, os autores encontraram evidências de que o individualismo encontra-se positivamente associado à atividade do capital de risco, contrariamente à aversão ao risco, que se encontra negativamente associada, suportando a evidência de que a atividade de capital de risco é mais favorável em algumas culturais comparativamente com outras. Os autores sugerem, nesse sentido, que os decisores políticos responsáveis pela promoção do empreendedorismo tenham em conta os valores culturais na definição das políticas de atuação.

Estudos mais recentes têm ainda analisado entre a estrutura de capital das empresas dos distintos países em torno de uma base cultural acrescentando, no entanto, a essa análise explicações em torno da maturidade do endividamento (Chang *et al*, 2009; Kearney *et al.*, 2012; Li *et al.*, 2011; Zheng *et al.*, 2012).

Chang *et al* (2009) realizaram um estudo abarcando uma amostra de 33 países durante o período de 1993 a 2004, com 80.000 observações (ano-empresa) que evidencia que a cultura nacional, conjuntamente com a estrutura da governação, influencia as decisões dos mutuários (e mutuantes) relativamente às escolhas associadas à maturidade do financiamento obtido (concedido). Os autores desenvolveram, com base em três das dimensões culturais desenvolvidas por Hofstede (1980, 1991), hipóteses que estabelecem a existência de uma relação negativa (positiva) entre o nível de endividamento de curto prazo obtido (concedido) e o índice de aversão ao risco, o que implica que a aversão ao risco por parte dos financiadores é maior relativamente à dívida de curto prazo, encontrando-se positivamente associada à masculinidade e à orientação a longo prazo no contexto de cada país. Em simultâneo, foram ainda considerados elementos relativos ao nível de desenvolvimento dos países entre outras variáveis de controlo, nomeadamente, indicadores relativos à distribuição de

¹⁰⁸ Tang, L. e Koveos, P. (2008). A Framework to Update Hofstede's Cultural Value Indices, Economic Dynamics and Institutional Stability. *Journal of International Business Studies*. **39**(6), 1045-1063.

dividendos, dimensão, endividamento (total) e rentabilidade. Com base em dados de empresas que apresentavam um nível de endividamento entre 5 e 70% de 33 países¹⁰⁹, durante o período compreendido entre 1993 e 2004, a análise efetuada a partir de dados em painel permitiu identificar uma relação significativa entre a cultura nacional e a maturidade da dívida identificada nos países em estudo. Os resultados identificados validaram as expectativas iniciais dos autores, que reiteram ainda que “o efeito relativo da cultura nacional e da estrutura de governação nas opções do financiamento depende se a economia nacional encontra-se baseada no mercado de capitais (Estados Unidos e Reino Unido) ou no mercado bancário (Japão e Alemanha), sendo mais significativo nesse último caso.

Zheng *et al.* (2012), tal como Chang *et al.* (2009), analisam igualmente a maturidade do endividamento das empresas de distintos países, utilizando as dimensões culturais de Hofstede (2001) da aversão ao risco, individualismo, distância do poder e masculinidade, utilizando variáveis associadas à empresa e ao país como variáveis de controlo. O estudo utiliza 114.723 observações ano-empresa de 40 países¹¹⁰ durante os anos de 1991 a 2006 utilizando um modelo de regressão baseado em efeitos aleatórios e tendo como variável dependente o endividamento de longo prazo. Os resultados da regressão identificam que as variáveis associadas ao país e às empresas, as dimensões culturais de Hofstede (2001) encontram-se negativamente relacionadas com o nível de endividamento ao nível das empresas e dos países, depois de controlados os efeitos dos fatores legais, económicos, políticos e financeiros, sendo o efeito da cultura estatística e economicamente significativa.

Li *et al.* (2011), em linha com o trabalho previamente desenvolvido por Chui *et al.* (2002), analisaram se as decisões de financiamento das *joint ventures* estrangeiras localizadas na China estão relacionadas com a cultura dos países de origem dessas mesmas empresas, tendo por base os valores culturais da autoridade e da integração¹¹¹, e seus respetivos *scores*, desenvolvidos por Schwartz (1994a), identificados como efeitos da cultura sobre as decisões de endividamento. Com base em técnicas de análise de regressão, e tendo por base os dados de 8.187 *joint ventures* de 32 diferentes países¹¹²

¹⁰⁹ Em Portugal, a investigação abrangeu um número de 313 observações (ano-empresa).

¹¹⁰ Portugal apresenta-se no estudo com um número correspondente a apenas 69 observações ano-empresa.

¹¹¹ Tradução do termo “embeddedness” no original em inglês.

¹¹² Portugal encontra-se representado no estudo com a inclusão dos dados relativos a apenas 3 *joint ventures*.

que investem em diferentes regiões da China, os autores identificaram que a autoridade apresenta um efeito direto, significativo e negativo com o endividamento de curto prazo das *joint ventures*, assim como um efeito direto, significativo e positivo sobre a probabilidade de contração de endividamento de longo prazo. Os efeitos indiretos da autoridade sobre o endividamento, por vezes reforçam e por vezes compensam os efeitos diretos. A integração não tem efeito direto e significativo sobre o endividamento, exercendo no entanto a sua influência em termos indiretos. Finalmente, a análise da significância econômica dos efeitos totais sugere que a cultura nacional apresenta um poder explicativo significativo nas decisões de endividamento das *joint ventures* estrangeiras localizadas na China.

O estudo multi-países recentemente desenvolvido por Kearney *et al.* (2012) procura do mesmo modelo explicar os efeitos da cultura em torno da maturidade do endividamento, em linha com as análises propostas por Chang *et al.* (2009), Li *et al.* (2011) e Zheng *et al.* (2012). No entanto, e adicionalmente, procura explicar o efeito das dimensões culturais sobre a estrutura de capital no âmbito específico das PME, utilizando como variáveis de controlo variáveis relativas à empresa, ao setor de atividade e variáveis institucionais relacionadas com os países em estudo e como variáveis dependentes o endividamento de curto e de médio longo prazo (rácio entre o passivo associado a cada uma das maturidades, no numerador, e o ativo, no denominador). O referido estudo abarca cerca de 90.000 observações de 13 países durante um período de sete anos (2002 a 2008)¹¹³, utilizando a regressão baseada em dados em painel e tendo por base as dimensões culturais de Hofstede (2001) da aversão ao risco, individualismo, masculinidade e distância do poder na explicação do nível de endividamento de curto e médio-longo prazo das PME. Entre as conclusões obtidas pelos investidores destacam-se os seguintes:

- O impacto positivo (negativo) e significativo entre a masculinidade e o nível de endividamento de médio-longo prazo (curto prazo) das PME;
- O individualismo encontra-se fortemente associado com o endividamento de curto prazo das PME;
- A distância do poder encontra forte associação quer com o nível de endividamento quer de curto quer de médio-longo prazo; e
- As empresas que operam em ambientes de elevada aversão ao risco tendem a

¹¹³ Portugal encontra-se presente no estudo através de 7.670 observações ano-empresa.

apresentar menores níveis de endividamento, quer de curto quer de médio-longo prazo.

Os resultados obtidos indiciam ainda que em países de elevada masculinidade e distância do poder, o efeito da aversão ao risco revela-se de modo mais fortalecido nos níveis de endividamento de médio-longo prazo. Para os autores, tal constatação identifica que “os gestores-proprietários de PME em culturas de elevada aversão ao risco não restringem o uso de endividamento de médio-longo prazo no intuito de evitar o risco de falência de empresas”.

Outros estudos multi-países realizados no âmbito da influência da cultura têm utilizado outras variáveis para além do endividamento como variáveis dependentes do modelo, como o estudo recentemente desenvolvido por Wang e Esqueda (2013), que utiliza igualmente a análise de gestão de tesouraria das empresas, desempenho e valor da empresa. Os autores analisam uma amostra composta por 1.135 observações ano-país de 169 empresas asiáticas cotadas em bolsa, durante o período de 1996 a 2008, utilizando para o efeito os seis índices de valores culturais de Hofstede (2010). Os resultados demonstraram que as empresas dos países com elevados índices de distância do poder, individualismo, orientação a longo prazo e indulgência apresentam um menor nível de endividamento e maior nível de detenção de tesouraria.

Outras investigações foram posteriormente desenvolvidas associando a cultura com elementos distintos do contexto empresarial, designadamente, os estudos de Breuer e Salzmann (2009), Gouveia e Ros (2000) e Kwok e Tadesse (2006), em contextos que utilizam indicadores macroeconómicas dos países como variáveis dependentes em análise.

Breuer e Salzmann (2009) realizaram um estudo que tem em conta a cultura nacional no contexto das finanças nacionais, baseando-se no modelo dos valores culturais de Schwartz (1994a). De acordo com os mesmos autores, “a cultura apresenta-se como um determinante essencial das finanças nacionais”, sugerindo que os modelos teóricos que abarquem essa variável nesse contexto devem ser incentivados, uma vez que “a sua não consideração conduzirá certamente a abordagens incompletas”.

Gouveia e Ros (2000), em estudo que abarca 20 países, incluindo Portugal, utilizaram os modelos das dimensões culturais propostas por Hofstede (1980) e Schwartz (1994a), como variáveis dependentes do modelo, na explicação de variáveis macrossociais, como a taxa de natalidade, taxa de analfabetismo e desenvolvimento humano, e variáveis

macroeconômicas, como o produto interno bruto e taxa de inflação, como variáveis independentes (dados com referência ao ano de 1991 na generalidade). Os autores concluíram que o modelo de Hofstede (1980) ajusta-se melhor à explicação das variáveis macroeconômicas, comparativamente com o modelo de Schwartz (1994a), mais ajustado à explicação das variáveis macrossociais.

Kwok e Tadesse (2006) associam a cultura, em particular, o valor da aversão ao risco de Hofstede (1983)¹¹⁴, aos sistemas financeiros dos países, caracterizado, por sua vez, em função de variáveis que determinam uma maior ou menor orientação para o mercado de capitais ou o sistema bancário. Os resultados apontam que os sistemas financeiros dos países com uma maior aversão ao risco (conservadorismo) apresentam-se, de facto, em linha com as evidências anteriores da literatura relacionada com o tema, mais dependentes do sistema bancário, onde se incluem países da Europa continental e o Japão, contrariamente à forte orientação para os mercados financeiros identificada no contexto dos países anglo-saxónicos.

Outros estudos têm ainda utilizado todas ou algumas das dimensões culturais de Hofstede (1980) a partir de análises multi-países associadas à estrutura de governação e outras variáveis específicas das empresas como variáveis de controlo, na explicação de políticas financeiras não associadas exclusivamente ao financiamento, que incluem as práticas relativas às decisões de investimento (Griffin *et al.*, 2009), as políticas de distribuição de dividendos (Bae *et al.*, 2012; Breuer *et al.*, 2012; Fidrmuc e Jacob, 2010; Shao *et al.*, 2010) e políticas de gestão de tesouraria (Chang e Noorbakhsh, 2009; Kangarluei e Anarjan, 2011; Ramirez e Tadesse, 2009).

Bae *et al.* (2012), designadamente, utilizaram o referencial teórico de Hofstede (1980) num estudo relacionado com a problemática da distribuição de dividendos. Os autores, através de uma análise composta por mais de 112.000 observações ano-empresa em 33 países, incluindo Portugal na referida análise¹¹⁵, identificou a existência de associação entre duas das dimensões culturais de Hofstede (1980), nomeadamente, a aversão ao risco e a orientação a longo prazo e a referida problemática, sugerindo que os fatores culturais oferecem explicações adicionais em matéria de distribuição de dividendos. De acordo com Bae *et al.* (2012), se a aversão ao risco for elevada, apenas as empresas de

¹¹⁴ Hofstede, G. (1983). The cultural relativity of organizational practices and theories. *Journal of International Business Studies*, **14**(2): 75-89.

¹¹⁵ Portugal encontra-se incluído no estudo através de 361 observações ano-empresa.

países em que existe uma forte proteção ao investidor pagam mais dividendos, comparativamente às empresas dos países onde há uma menor proteção, e onde os gestores são tentados a retê-los. Similarmente, quando a orientação social de longo prazo é elevada, as empresas tendem a pagar menos dividendos.

Em síntese, e embora os estudos relativos à inclusão da cultura como fator explicativo dos fenómenos sociais que envolvem, designadamente, a Contabilidade, tenham recebido um grande impulso a partir do trabalho de Hofstede (1980), é possível referir que apenas a partir do princípio deste século a investigação desse elemento no contexto das Finanças Empresariais vem recebendo maior atenção, o que se constata através dos estudos que têm sido publicado desde então, na generalidade com resultados bastante satisfatórios.

Tendo em conta precisamente os resultados que têm sido atingidos, é expectável que a investigação prossiga, eventualmente, partindo da revisão dos critérios que estão na base da inclusão das variáveis relativas às dimensões culturais em tais estudos. Em Portugal, não são conhecidos estudos que relacionem especificamente variáveis culturais na explicação da estrutura de capital e/ou das opções de financiamento empresarial, embora alguns estudos tenham já acrescentado componentes comportamentais nessa análise (Serrasqueiro, 2003).

Parte II: METODOLOGIA

Esta parte dedica-se à divulgação dos aspetos metodológicos que cercam a investigação desenvolvida e apresentada neste documento, encontrando-se dividida em seis capítulos. O primeiro capítulo – Modelo teórico proposto – apresenta os aspetos teóricos que cercam o modelo desenvolvido para o estudo, ao passo que o segundo – Hipótese geral de investigação – apresenta a hipótese geral desenvolvida no sentido de dar resposta ao problema de investigação subjacente. O terceiro capítulo – Desenho da Investigação – destina-se a apresentar a metodologia subjacente à condução deste estudo. O quarto capítulo – Instrumento de recolha dos dados e período do estudo – apresenta o período de abrangência do estudo, bem como a forma como os dados foram recolhidos, incluindo a apresentação dos elementos subjacentes à definição do instrumento de recolha (questionário) definido para esta. O quinto capítulo – Dados relativos à seleção e caracterização da amostra – apresenta os elementos relativos à dimensão da amostra e a sua caracterização, ao passo que o capítulo seguinte – Variáveis utilizadas e hipóteses operacionais associadas – apresenta as variáveis subjacentes ao estudo proposto. O último capítulo, por fim - Métodos e técnicas de análise utilizados – apresenta os métodos e técnicas que melhor se adequam aos objetivos definidos para esta investigação.

4. Modelo teórico proposto

O modelo proposto para este estudo baseia-se no problema de investigação inicialmente apresentado, relacionado com uma aparente inconsistência entre as preferências dos proprietários das PME portuguesas pelos recursos gerados internamente (autofinanciamento) e o elevado endividamento (reduzida autonomia financeira) das empresas nacionais.

O enquadramento de Portugal como um país de elevado conservadorismo e secretismo, tal como proposto, designadamente, por Gray (1988), é consistente – em termos da definição desse valor – com a preferência pelo autofinanciamento e inconsistente, uma vez mais, com a aversão ao risco associada ao elevado endividamento, em particular, o endividamento remunerado (que conduz a um aumento do risco de falência). Encontra-se igual e intimamente relacionado com a inclusão do valor do conservadorismo analisado neste estudo as proposições de Barton e Gordon (1987) acerca dos fatores motivacionais subjacentes às seleções das fontes de financiamento.

Nesse sentido, para atender aos objetivos propostos para esta investigação, tornou-se necessário submeter o seu desenvolvimento em três fases, a última das quais concretizadora da meta proposta para este estudo:

- **Fase I:** Esta investigação teve início pela análise do julgamento profissional dos preparadores da informação portugueses¹¹⁶ em termos do enquadramento de Portugal no conjunto dos países latinos menos desenvolvidos, proposto por Gray (1988) como um país que apresenta elevados níveis de uniformidade, controlo estatutário, secretismo e conservadorismo, a partir dos desenvolvimentos propostos por Baydoun e Willett (1995). Assim, e com base em elementos obtidos a partir de um questionário direcionado a estes profissionais, pretendia-se validar (ou não) a classificação de Portugal apresentada por Gray (1988). O resultado dessa primeira fase encontra-se refletido no estudo publicado por Albuquerque *et al.* (2011).
- **Fase II:** Concretizado o aspeto relativo à análise dos valores contabilísticos que estão na base do julgamento profissional dos preparadores portugueses, o estudo seguinte encontra-se relacionado com a análise da influência, especificamente, dos valores do conservadorismo e do secretismo sobre a perceção da utilidade da informação financeira, assim como na preferência pela adoção de certas práticas contabilísticas e de financiamento empresarial, desenvolvido uma vez mais à luz da teoria da relevância cultural da Contabilidade desenvolvida por Baydoun e Willett (1995). O desenvolvimento deste segundo estudo permitiu, ainda, validar parte significativa do questionário desenvolvido para a fase III da investigação. O resultado dessa segunda fase encontra-se refletido no estudo publicado por Albuquerque e Teixeira Quirós (2012).
- **Fase III:** Os elementos subjacentes à concretização dessa fase encontram-se apresentados mais detalhadamente na sequência, na medida em que representa o objetivo final definido para esta investigação.

¹¹⁶ O termo “preparadores”, tal como apresentado nesta investigação, é utilizado em referência aos Técnicos Oficiais de Contas (TOC) portugueses com inscrição ativa no organismo profissional regulador da profissão, nomeadamente, a Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas (OTOC).

Para a concretização desse estudo na sua fase III, foram utilizados dois conjuntos de dados primários, nomeadamente:

- Dados recolhidos a partir de um questionário direcionado aos gestores e proprietários de PME portuguesas¹¹⁷; e
- Dados de caracterização e de natureza contabilística recolhidos a partir dos relatórios e contas anuais das PME objeto de análise, incluídas no estudo tendo em conta a resposta obtida ao questionário por intermédio do gestor/proprietário respondente do questionário.

No processo de elaboração do questionário, para a definição da(s) variável(is) latente(s) utilizada(s) como *proxy(ies)* da definição dos valores culturais do conservadorismo/secretismo, foram tidas em conta as razões que aparentemente estão por trás da resistência das PME à obtenção de financiamento, em particular, através de fontes externas de capital próprio, nomeadamente, fontes oriundas do *private* e do *public equity*. Tais questões fundamentam-se na revisão de literatura realizada sobre o tema. Assim, os referidos conceitos foram analisados a partir das seguintes perspetivas ligadas ao financiamento empresarial:

- O **conservadorismo** encontra-se definido a partir da opção por determinadas práticas contabilísticas e de gestão em detrimento de outras, como a opção pelo modelo do custo em detrimento do modelo do justo valor, que denota uma aversão ao risco, ou a utilização de práticas contabilísticas mais consentâneas com os objetivos da fiscalidade. No contexto do financiamento empresarial, o receio da abertura do capital a outros elementos que estão fora da estrutura tradicional da entidade (particularmente no caso das empresas familiares) apresenta-se como uma atitude típica das entidades mais conservadoras; e
- O **secretismo** encontra-se analisado pela maior resistência à divulgação de informação, designadamente, o recurso ao *public* e ao *private equity*, que exigem de uma entidade a divulgação de um conjunto de informação mais significativo, que nem sempre as referidas entidades estão predispostas a facultar/fornecer, em particular, as entidades mais secretistas.

¹¹⁷ O termo gestores e proprietários de PME utilizada neste estudo inclui as seguintes possibilidades de enquadramento, tal como proposto no questionário conduzido neste estudo, “Sócio-gerente ou acionista-administrador remunerado”, “Sócio-gerente ou acionista-administrador não remunerado” e “Sócio não gerente ou acionista não administrador”

Nesse sentido, as questões apresentadas nesse âmbito incidiram, fundamentalmente, sobre dois valores culturais identificados no modelo de Hofstede-Gray, a saber, o conservadorismo e o secretismo, identificáveis sob a ótica da relevância cultural da Contabilidade proposta, nomeadamente, por Baydoun e Willett (1995). Os dois valores poderão ser analisados individual ou agrupadamente, na medida em que estudos anteriores identificaram já a existência de uma relação entre os referidos valores e a forma como se materializam na prática profissional (Albuquerque *et al.* 2011). A opção pela identificação dos referidos valores baseou-se na literatura relacionada com o tema, que na generalidade expressa atitudes que refletem tais valores como característicos das PME (Baldi, 2007; CE, 2011a; Vieira e Novo, 2010), assim como na referência expressa à aversão ao risco proposta, designadamente, por Barton e Gordon (1988) como um fator a ter em conta na investigação relacionada com as opções de financiamento empresarial das PME.

A definição do modelo adotado neste estudo norteou-se pelo estabelecimento de dois critérios de base que se refletiram na condução desta investigação e que importam desde já mencionar, na medida que influenciaram as decisões relativas ao instrumento de recolha e a seleção da amostra, nomeadamente:

- **Instrumento de recolha:** Para a definição do indicador relativo ao conservadorismo e ao secretismo¹¹⁸, este estudo serve-se de um questionário especificamente conduzido para o efeito, e em detrimento da utilização de índices de valores culturais definidos em investigações anteriores (Hofstede, 1980; Schwartz, 1994a, 1999), os quais, dadas as metodologias subjacentes, têm sido alvo de críticas por outros investigadores, pese as suas inúmeras aplicações em diversos campos do conhecimento (Baskerville, 2003);
- **Seleção da amostra:** O primeiro pressuposto baseia-se no facto de que os critérios de seleção do universo de referência para este estudo permitiu reduzir significativamente os efeitos da informação assimétrica entre empresas e credores, dado que está em causa a inclusão de empresas com elevados níveis de *rating*¹¹⁹.

¹¹⁸ Tais valores encontram-se referidos nesta investigação por força do referencial teórico que está na sua origem, nomeadamente, os subseqüentes desenvolvimento do modelo de Gray (1988), bem como na ligação dos referidos valores às opções de financiamento empresarial.

¹¹⁹ Os capítulos 7 e 8 desta segunda parte da investigação (Metodologia) apresenta mais detalhes acerca dos critérios relativos ao instrumento de recolha e à seleção e caracterização da amostra.

Com base na revisão de literatura efetuada, o ponto de vista dos investigadores, refletido na condução deste estudo, tem subjacente a ideia de que, no contexto de uma sociedade, o conjunto dos valores sociais, assim como os valores culturais dos quais derivam, são definidos uniformemente. Tal pressuposto encontra-se na base dos modelos de identificação de valores culturais propostos, designadamente, por Hofstede (1980) e Schwartz (1994a, 1999).

No entanto, e por razões distintas, a forma como os efeitos dos valores sociais se materializam ao nível de cada célula social e dos indivíduos que as integram podem ser diferenciados, sofrendo os efeitos, nomeadamente, dos modelos de governação específicos desse subsistema (célula social), bem como de elementos intrínsecos (característicos do subsistema) e extrínsecos (elementos não filtrados ou com impactos diretos) que afetam e influenciam os valores culturais ao nível dos referidos subsistemas, sofrendo os efeitos dessa iteração e de relações de conflito (entendimento que se encontra em linha com a ótica de Schwartz (1994a), segundo o qual as iterações entre os indivíduos e a coletividade se materializam em relações de conflito.

São os valores definidos ao nível de cada subsistema social que convergem no sentido da definição dos valores culturais em torno de subculturas próprias de uma sociedade que, inclui, designadamente, a subcultura da Contabilidade, identifica por Gray (1988) e outras subculturas, designadamente, a subcultura da gestão, ainda que apresentem na sua origem um mesmo conjunto de valores sociais.

São as referidas subculturas que convergem, por sua vez, na definição dos elementos característicos dos diferentes subsistemas relacionados, como o subsistema da Contabilidade ou o subsistema da gestão. No contexto dos subsistemas, por fim, refletem-se na forma como são conduzidas as práticas específicas de cada subsistema (razão da sua origem).

Ressalve-se, assim, que cada subsistema poderá refletir, mas não necessariamente refletirá, práticas comuns entre os subsistemas, ainda que apresentem, na sua origem, essa base social comum, tendo em conta o contexto específico do subsistema (restrições na oferta e/ou efeitos conjunturais), bem como os efeitos das diferenças em torno dos valores culturais dos subsistemas sociais que lhes estão na origem¹²⁰.

Outra razão para tais diferenças – em termos do reflexo desses valores ao nível da materialização das práticas associadas a cada subsistema – pode dever-se, ainda, às

¹²⁰ Tal entendimento teve por base, nomeadamente, algumas das críticas apresentadas por Baskerville (2003) ao referencial teórico proposto por Hofstede (1980).

interferências de fatores relacionados com o processo de interação entre os subsistemas, que pode condicionar ou determinar a aplicação de uma determinada prática em virtude, designadamente, de interferências ou imperfeições do mercado, como os efeitos das assimetrias informacionais.

Assim, a opção pela condução de um questionário reflete uma das decisões subjacentes ao modelo teórico proposto para esta investigação, na medida em que permite conhecer, especificamente, o grau de identificação de cada subsistema social (empresa) com os valores culturais propostos para este estudo (o conservadorismo e o secretismo), permitindo uma investigação mais direcionada às características próprias desse subsistema em termos da adoção de uma determinada prática (refletida, por sua vez, nos critérios que estão na base das opções relativas ao financiamento empresarial)¹²¹.

Por outro lado, a seleção da amostra teve por base a tentativa de eliminação de uma das restrições ou condicionamentos ao endividamento que não refletem os efeitos da cultura ao nível de cada subsistema, nomeadamente, os efeitos da assimetria informacional que se estabelece entre as empresas e os seus financiadores.

A revisão de literatura aponta, de facto, para a existência de um maior problema sentido, nesse contexto, por parte das PME, devido aos baixos investimentos realizados em sistemas contabilísticos e de gestão. A dificuldade de mensurar ou analisar os efeitos diretos da assimetria de informação tem conduzido, nomeadamente, a que o financiamento com base em recursos gerados internamente possa ser explicado como uma opção da entidade (preferência), e não como uma condicionante do mercado, como por vezes se verifica, conforme apontado, designadamente, por Berger e Udell (1998).

Assim, e em síntese, a opção de seleção, para o universo deste estudo, de entidades as quais foram atribuídos elevados *ratings* permite ultrapassar esta eventual limitação na análise e conduzir a melhores resultados na perspetiva de resolução do problema de investigação identificado.

A **Figura 28** ilustra o modelo que esteve na base do desenvolvimento proposto para esta investigação, ao passo que os próximos capítulos dedicam-se à apresentação dos aspetos mais específicos relacionados com a condução deste estudo.

¹²¹ De acordo com Hofstede (1983, p. 78) *apud* Kwok e Tadesse (2006), o conceito de cultura nacional exclui as diferenças culturais entre determinados grupos no contexto de uma nação (baseada nas regiões, idade, sexo, profissão, etc.), na medida em que se trata de uma espécie de “média” das crenças e valores que diferenciam os indivíduos dos distintos países.

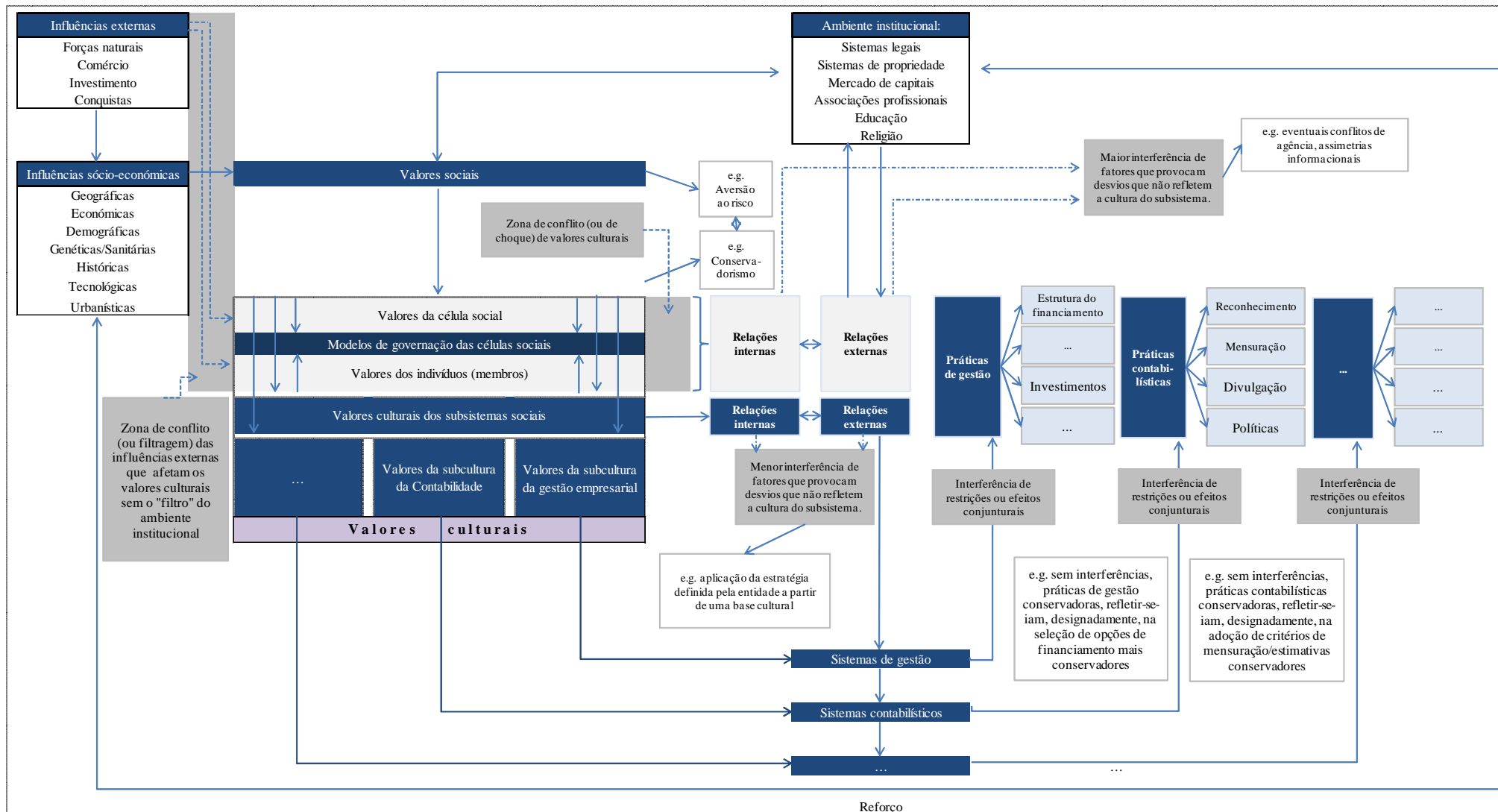


Figura 28: Modelo subjacente ao desenvolvimento dos objetivos da investigação.
Fonte: Adaptado a partir de Radebaugh e Gray (1993) e revisão de literatura efetuada.

5. Hipótese geral de investigação

Na sequência da identificação do problema de investigação anteriormente referenciado, foi definido o seguinte objetivo geral para a condução desta tese:

Objetivo geral:

Identificar e analisar a estrutura de capital e as opções de financiamento empresarial das PME nacionais incorporando nessa análise o ponto de vista da cultura, reflexo do problema da investigação inicialmente apresentado.

Para a concretização do objetivo geral acima apresentado, foram definidos objetivos específicos nos seguintes termos:

Objetivos específicos:

1. Identificar os elementos que estão na base da definição do conservadorismo e do secretismo como valores culturais sob a perspetiva dos gestores e/ou proprietários das PME portuguesas.
2. Analisar a relação entre os referidos valores e o nível e a característica do endividamento das PME, sem descurar os contributos identificados pelas teorias relacionadas com a estrutura de capital.

Na sequência, e tendo por base o modelo teórico proposto, foi definida a hipótese geral que se apresenta abaixo:

Hipótese geral:

H1: O nível e a característica do endividamento das PME são influenciados, para além dos elementos habitualmente referidos pelas teorias relacionadas com a estrutura de capital, por fatores culturais, onde se incluem os elementos relacionados com os valores culturais do conservadorismo e do secretismo.

A hipótese geral acima apresentada tem subjacente, além da identificação dos elementos habitualmente referenciados na literatura relacionada com a estrutura do capital, os fatores que representam indícios da existência de um maior ou menor conservadorismo e secretismo. Com base na revisão de literatura anteriormente efetuada, tais elementos podem ser obtidos a partir da conjugação de duas fontes, nomeadamente:

- A literatura relacionada com os modelos das dimensões culturais, que atribuem características específicas aos valores do conservadorismo e secretismo;
- A literatura relacionada com as opções de financiamento empresarial e a estrutura de capital.

No que diz respeito aos elementos associados aos valores culturais do conservadorismo e secretismo, da investigação relacionada com o tema resultou a identificação das características ilustradas na **Figura 29** relacionadas com os fatores e os valores culturais analisados neste estudo (AECA, 2011; Anni, 2009; Baldi, 2007; Baydoun e Willet, 1995; Gray, 1988; Kearney *et al.*, 2012; Serrasqueiro, 2003; Vieira e Novo, 2010).

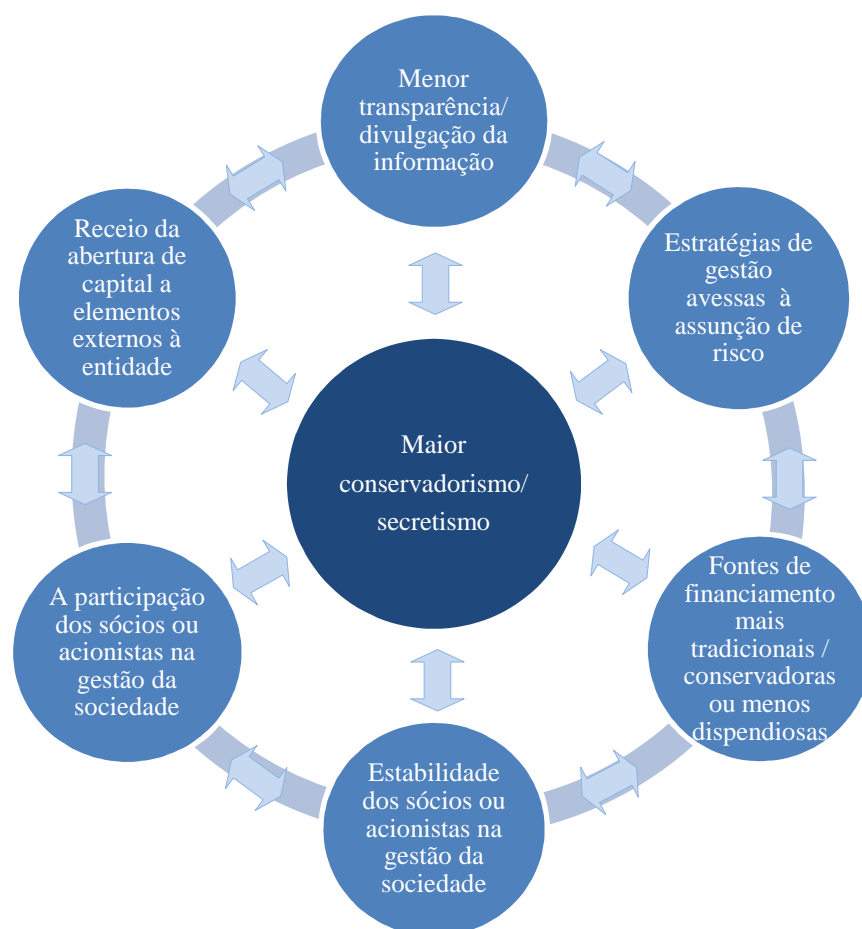


Figura 29: Fatores que indiciam um maior/menor conservadorismo/secretismo.

Como pressuposto de partida desta investigação, e associada aos valores do conservadorismo e do secretismo, pese a maior preferência por parte dos sócios ou acionistas pelo recurso aos fundos gerados internamente, o recurso ao endividamento pode identificar-se com a existência de restrições ao autofinanciamento (utilização de recursos próprios) relacionados com a incapacidade de geração de recursos internos ou com a existência de oportunidades de investimento superiores à capacidade de geração de tais recursos, isto é, à impossibilidade de suportar o crescimento da empresa com base, maioritariamente, nos recursos gerados internamente.

Na base do modelo teórico proposto para este estudo, reflexo do problema de investigação anteriormente apresentado, o recurso ao endividamento revela-se, em primeira plano, a partir de uma maior preferência dos gestores e proprietários das PME sobre o capital alheio não remunerado, que possibilita, nomeadamente, a minimização dos riscos de falência associados, por sua vez, à aversão ao risco por parte dos gestores e proprietários das PME. Tais relações, tendo por base a teoria do *pecking order*, encontram-se identificadas, por sua vez, na **Figura 30**.

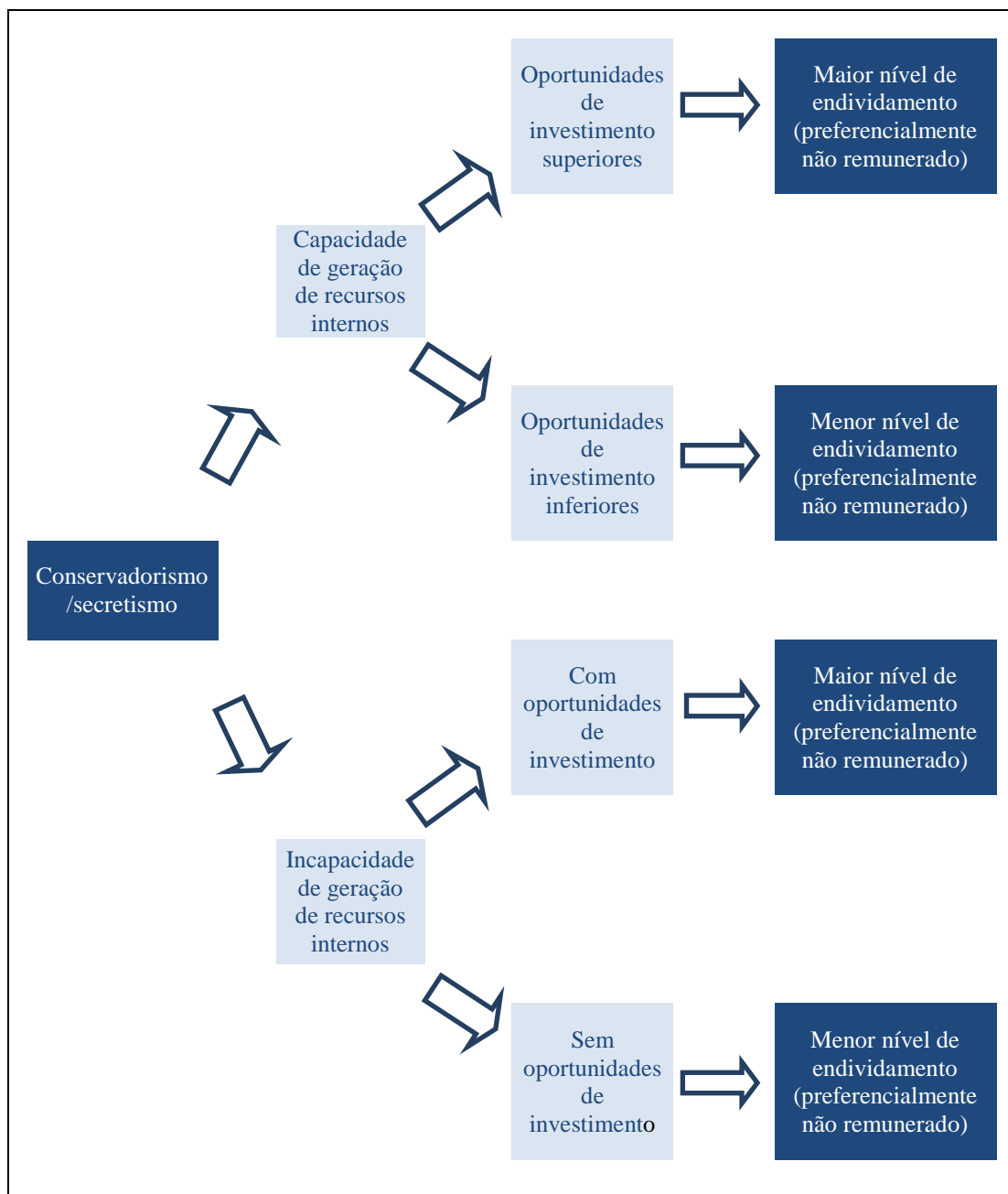


Figura 30: Síntese dos pressupostos da investigação subjacente.

Além das referidas condicionantes, foram ainda identificados, com base na revisão de literatura previamente apresentada, outros elementos associados ao nível e característica do endividamento referenciados pelos estudos que cercam a análise da estrutura de capital e as opções de financiamento empresarial.

Assim, identificados os fatores relacionados com a condição de conservadorismo e secretismo, o passo seguinte consistiu na definição de hipóteses operacionais que estabelecem a relação entre os referidos valores e as opções de financiamento empresarial, em linha com os objetivos e o problema de investigação apresentados e sem descurar, nesse sentido, a existência de outros elementos igualmente desenvolvidos na literatura sobre o tema.

Definidos o modelo teórico proposto e a hipótese geral associada, os pontos que se seguem destinam-se à apresentação da forma como os dados foram recolhidos, instrumentos de recolha e variáveis utilizadas. No contexto da apresentação das variáveis, em particular, serão apresentados os critérios subjacentes às relações previstas (e o sentido da relação) entre o conservadorismo e secretismo e outros fatores associados ao nível e a característica do endividamento empresarial no contexto específico das PME.

6. Desenho da investigação

Delimitar com precisão o que distingue a investigação quantitativa da investigação qualitativa nem sempre é fácil, no entanto, esta última caracteriza-se pela investigação que “adota uma posição filosófica interpretativa, no sentido mais lato do termo.” (Vieira *et al.*, 2009). Ainda relativamente à investigação qualitativa, alegam os mesmos autores que (*ibid*):

Por outras palavras, este tipo de investigação procura explicar a forma como os fenómenos sociais são interpretados, compreendidos, produzidos e constituídos. Para o efeito, recorre a métodos de investigação que levam em linha de conta a complexidade, o detalhe e o contexto do fenómeno em estudo. Existe assim uma maior preocupação com a análise e a explicação dos fenómenos em profundidade e uma ênfase menor na identificação de padrões, tendências e correlações dos mesmos a um nível de análise mais geral.

Segundo Ferreira e Sarmento (2009), o método quantitativo pode ser sinteticamente apresentado como um método que “comporta o desenvolvimento de uma estrutura conceptual suscetíveis de serem demonstradas”. Para Vieira *et al.* (2009), pese o facto de a investigação qualitativa igualmente poder recorrer à análise e explicação de dados quantitativos, as análises estatísticas não se incluem entre os seus métodos fundamentais porque a generalização estatística não proporciona explicações para os casos específicos (Vieira *et al.*, 2009).

Para a construção desta investigação, seguiu-se um modelo proposto por Hill e Hill (2008), adaptado para a inclusão da “definição do problema e dos objetivos da investigação”, não diretamente identificado no modelo original.

Assim, e tendo presente a referida distinção, esta investigação recorrerá, fundamentalmente, ao método quantitativo que, de acordo com Ferreira e Sarmento (2009), inclui os seguintes passos:

- A definição do problema e dos objetivos da investigação;
- A recolha e análise de informação objeto de estudo;
- A apresentação de resultados e a identificação das conclusões.

A **Figura 31** sintetiza o desenho subjacente ao desenvolvimento desta investigação.

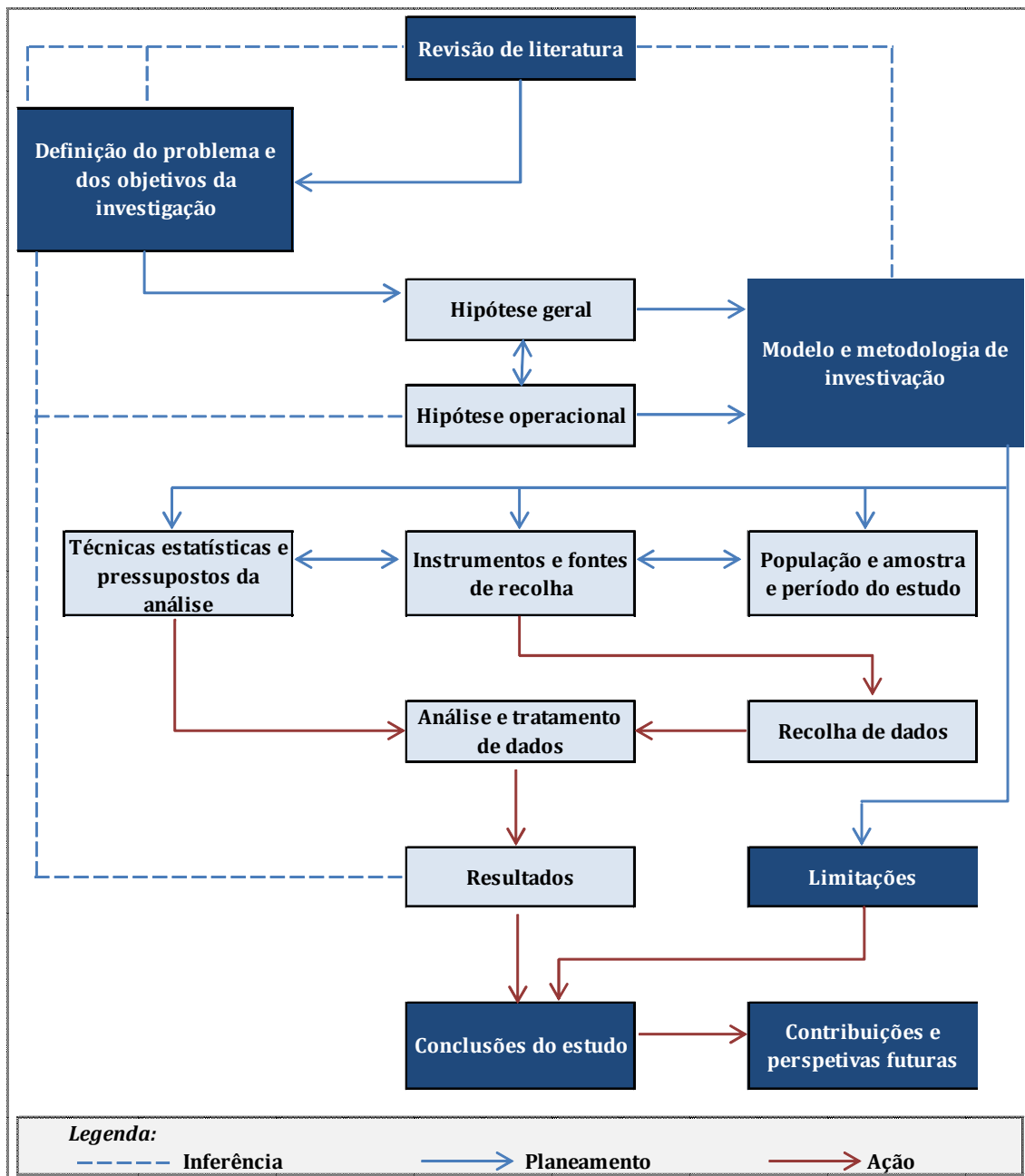


Figura 31: Desenho da investigação.
 Fonte: Adaptado de Hill e Hill (2008).

De acordo com Hill e Hill (2008), a investigação empírica baseada nessa construção é uma “viagem de ida e volta que começa e termina na literatura”, sendo a partir desta definida a hipótese geral, que é posteriormente operacionalizada, e selecionados os métodos de investigação. Na sequência, são os dados são recolhidos e analisados, obtendo-se, enfim, os resultados e extraídas as conclusões, que são, por um lado, comparadas com os resultados já divulgados na literatura existente sobre o tema e, por outro, oferecidas às investigações futuras.

7. Instrumentos de recolha dos dados e período do estudo

A realização deste estudo adota como base o período que vai desde o ano de 2009, primeiro ano de obrigatoriedade de entrega da IES¹²² com base nos novos normativos contabilísticos por parte das sociedades não financeiras nacionais¹²³, até ao ano de 2011, último ano de informação disponível através do mesmo recurso, compreendendo desse modo a utilização de três anos de informação de natureza contabilístico-financeira.

Note-se, no entanto, e tendo em conta que algumas das variáveis utilizadas socorrem-se da informação relativa ao ano transato (variáveis associadas à variações de fluxos ou posições), o período de referência deste estudo compreende quatro anos, correspondente aos períodos contabilísticos findos entre os anos de 2008 e 2011. A recolha dos dados primários para este estudo foi efetuada através da observação indireta, com base nas respostas a um questionário conduzido a uma amostra de proprietários e/ou gestores de PME nacionais. De acordo com Ferreira e Sarmiento (2009):

(...) os dados primários são “originais, pesquisados pelo investigador para um fim específico”, diferindo ainda de dados secundários por exigir “prévio trabalho de campo, obrigando à recolha junto dos inquiridos/respondentes e, posteriormente, tratar esses dados e interpretá-los, de forma a gerar a informação”.

O instrumento de recolha de dados é meio pelo qual se pode obter informações relativamente à população em estudo, sendo utilizado neste estudo através de um questionário para o efeito elaborado e difundido pela Internet. A opção pela difusão através da Internet trouxe como vantagens, além da facilidade de disseminação e recolha dos dados, a possibilidade de criação de regras no pedido de resposta e a alteração da ordem das questões de uma maneira aleatória, reduzindo os riscos de enviesamento.

Estudos similares neste campo do conhecimento utilizaram o questionário como método prioritário de recolha de dados, quer para analisar a influência dos fatores culturais sobre a prática da Contabilidade quer para analisar a perceção dos profissionais acerca de matérias ligadas ao relato financeiro (Doupnik e Richter, 2004; Doupnik e Riccio, 2006; Chanchani e Willett, 2004; Fah, 2008; IASB, 2008a; Ntaire, 2006; Obaidat,

¹²² A IES permite às empresas cumprir com as obrigações legais associadas às contas anuais junto do Ministério das Finanças, Ministério da Justiça, Banco de Portugal e o Instituto Nacional de Estatística (INE).

¹²³ Em causa, o Sistema de Normalização Contabilística, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de Julho, e da Normalização Contabilística para as Microentidades, instituído pela Lei n.º 35/2010, de 2 de Setembro e aprovado pelo Decreto-Lei n.º 36-A/2011, de 9 de Março.

2007; Olimidt e Calu, 2007; Roberts e Salter, 1999; Tsakumis, 2007; Teixeira e Silva, 2009).

Do mesmo modo, os trabalhos relacionados com o financiamento empresarial tem-se socorrido do questionário como instrumento de recolha de dados, conjuntamente, ou não, com dados contabilísticos (Anni, 2009; Antonczyk *et al.*, 2010, 2011; Antonczyk e Salzmann, 2012; Baldi, 2007; Correia, 2003; Jordan *et al.*, 1998; Hussain *et al.*, 2006; Rebelo, 2003; Serrasqueiro, 2000; Serrasqueiro, 2003).

Jordan *et al.* (1998), designadamente, utilizou o questionário numa investigação que analisava a componente da estratégia empresarial como um fator determinante da estrutura de capital, conjugando, tal como proposto nesta investigação, informação não financeira extraída de questionário com a informação financeira reportada pelas empresas. Antonczyk *et al.* (2010, 2011) e Antonczyk e Salzmann (2012) usaram estratégia similar, recorrendo no entanto à informação não financeira recolhida de um questionário e incorporados em relatórios anuais, como o “World Economics Forum’s Global Competitiveness Report”, para a obtenção de dados qualitativos característicos do ambiente socioeconómico onde as empresas atuam.

A importância da utilização de questionários em estudos dessa natureza foi destacada, designadamente, por Antonczyk e Salzmann (2012), que destacam que, ao que pese algum ceticismo em torno da utilização de questionários por parte de alguns pesquisadores, o referido instrumento de recolha “segue uma tendência crescente na análise económica na medida em que permite de maneira única e tempestiva obter dados que de outra forma não estaria disponível.”

Na ótica de Ferreira e Sarmiento (2009), no âmbito da investigação quantitativa em Contabilidade, a investigação por questionário é um dos métodos mais utilizados, uma vez que permite a recolha de dados e o conhecimento de opiniões atualizadas. É expectável que a utilização do questionário desenvolvido para este estudo permita ultrapassar pelo menos três inconvenientes que não seriam contornados caso a opção recaísse pela utilização dos dados secundários, onde se incluem os índices de dimensões culturais referenciados na literatura, limitações identificadas nas linhas seguintes¹²⁴:

- A antiguidade dos dados subjacentes aos modelos de Hofstede (1980) e de Schwartz (1994a), contados desde o início da sua recolha, relativos ao enquadramento de Portugal em termos de valores culturais, tendo em conta as

¹²⁴ Tais limitações têm sido igualmente referidas pela literatura (e.g. Antonczyk e Salzmann, 2012; Jaggi e Low, 2000; Kirkman, 2006).

significativas mudanças vividas em todo o mundo desde a recolha daquela informação a esta parte;

- O enquadramento em termos culturais efetuado numa base não especificamente conduzida em torno das questões relacionadas com o financiamento empresarial e, mais especificamente ainda, através de fontes alternativas de financiamento empresarial;
- O universo e questões de referência que serviram de base ao desenvolvimento dos estudos de Hofstede (1980) e Schwartz (1994a, 1999) são distintos dos objetivos definidos no contexto da investigação relacionada com a cultura e o financiamento empresarial. Assim, e embora seja expectável que esse facto não afete os valores culturais que lhes estão subjacentes, a inserção de uma temática e população especificamente relacionada com o problema de investigação poderá resultar na identificação de dados mais precisos.

Jensen e Uhl (2008), designadamente, destacam outra preocupação associada à utilização de índices em estudos que procuram mensurar determinadas características específicas dos países. Para os autores, tal limitação poderá decorrer, além dos fatores subjetivos associados, da impossibilidade de captação de todos os efeitos relevantes associados à variável que se pretende utilizar como variável independente. Assim, e em linha com algumas das preocupações expostas, designadamente, por Baskerville (2003), é expectável que a utilização de um questionário especificamente direcionado a esta investigação vá mais ao encontro dos objetivos propostos para este estudo.

O questionário final objeto desta investigação (doravante denominada de Fase III) resultou do desenvolvimento anterior de dois estudos (denominados de Fase I e Fase II), que precederam à materialização final do referido instrumento (questionário III) e que utilizaram igualmente um questionário (questionários I e II, respetivamente), difundido pela Internet, como método de recolha.

Em quaisquer dos casos, os questionários desenvolvidos foram divididos em dois grupos, nomeadamente, questões de enquadramento, que serviram de base à caracterização da amostra, e questões gerais, que procuraram dar resposta às hipóteses levantadas neste estudo.

Os estudos subjacentes ao desenvolvimento dos questionários I e II foram sujeitos a técnicas de análise multivariada, designadamente, análise de fiabilidade e análise

fatorial, o que permitiu, com base nos resultados obtidos em tais estudos, validar previamente o questionário desenvolvido na fase III.

Assim esta investigação teve início, numa primeira fase, pela análise do julgamento profissional dos preparadores da informação portugueses¹²⁵ em termos do enquadramento de Portugal no conjunto dos países latinos menos desenvolvidos, proposto por Gray (1988) como um país que apresenta elevados níveis de uniformidade, controlo estatutário, secretismo e conservadorismo, a partir dos desenvolvimentos propostos por Baydoun e Willett (1995).

Com base nos elementos obtidos a partir de um questionário (doravante designado questionário I) direcionado a estes profissionais, pretendia-se validar (ou não) a classificação de Portugal apresentada por Gray (1988). O resultado dessa primeira fase encontra-se refletido no estudo publicado por Albuquerque e Almeida (2009). Assim, o questionário I apresentava, além de questões de caracterização, um conjunto de dezasseis itens (questões gerais) desenvolvidas a partir do estudo de Chanchani e Willett (2004), por sua vez desenvolvido à luz da teoria da relevância cultural da Contabilidade desenvolvida por Baydoun e Willett (1995).

As questões de enquadramento propostas para o questionário I foram obtidas em termos de escalas nominais (ou posteriormente transformadas em escalas dessa natureza)¹²⁶.

Os dezasseis itens componentes da primeira questão (das questões gerais) do questionário I foram desenvolvidos a partir de quatro conjuntos de conceitos, cada um dos quais representativo de um dos valores contabilísticos de Gray (1988) analisados neste estudo, tendo servido assim à definição das variáveis latentes¹²⁷ identificadas para este primeiro estudo, propostas em termos de afirmações com cinco respostas alternativas, tal como recomendado por Hill e Hill (2008).

¹²⁵ O termo “preparadores”, tal como apresentado nesta investigação, é utilizado em referência aos Técnicos Oficiais de Contas (TOC) portugueses com inscrição ativa no organismo profissional regulador da profissão, nomeadamente, a Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas (OTOC)

¹²⁶ A versão completa do questionário encontra-se apresentada no Anexo I.

¹²⁷ De acordo com Hill e Hill (2008), a variável latente é representativa de “uma variável que não pode ser observada nem medida diretamente, mas que pode ser definida a partir de um conjunto de outras variáveis (possíveis de serem observadas ou medidas) que medem qualquer coisa em comum (nomeadamente, a variável latente)”. Ao conjunto de outras variáveis que definem a variável latente os autores denominaram variáveis componentes, recomendando a utilização de entre 4 a 6 itens (perguntas) para medir cada uma das variáveis componentes. Hair Jr. *et al.* (1985) *apud* Lopes (2005) definem a variável latente como “um conceito hipotetizado e não observado do qual se pode aproximar e observar apenas através de variáveis observáveis ou mensuráveis.”

A concepção do questionário I teve por base o instrumento desenvolvido com idêntica finalidade por Chanchani e Willett (2004). Os autores mencionam em seu estudo que Gray (1988) colaborou ativamente na concepção do questionário.

A escala utilizada nas questões gerais, identificada na **Figura 32**, fundamenta-se no modelo de Likert, de 1 a 5 valores, isto é, do “discordo totalmente” (1) ao “concordo totalmente” (5), que permite o posicionamento de valores em relação a um ponto arbitrário.

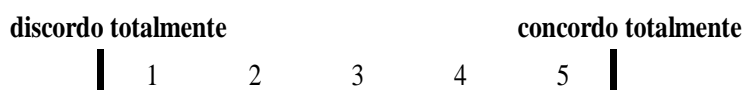


Figura 32: Escala utilizada no questionário.

A referida escala oferece dois pontos extremos - um caracterizando o estado de concordância total (“concordo totalmente” - 5) e o outro de discordância total (“discordo totalmente” - 1), um ponto de quebra ou neutro (“não concordo/nem discordo” - 3), e dois pontos intermediários - um entre o ponto de quebra e o extremo de concordância (“concordo” - 4) e o outro entre o ponto de quebra e o extremo de discordância (“discordo” - 2).

Iniciado no primeiro semestre de 2009, o questionário I foi difundido por via eletrónica, através do envio de *e-mails* a Técnicos Oficiais de Contas, e em termos presenciais, através de ações de formação promovidas pela Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas. O acesso a estes profissionais foi facilitado pelo órgão representativo da profissão em Portugal, nomeadamente através da Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas (OTOC), cuja colaboração foi iniciada através de um pedido encaminhado para este fim específico¹²⁸. O resultado dessa primeira fase encontra-se refletido no estudo publicado por Albuquerque *et al.* (2011).

Assim, e concretizado o aspeto relativo à análise dos valores contabilísticos que estão na base do julgamento profissional dos preparadores portugueses, o estudo seguinte, mais diretamente relacionado com os objetivo final proposto para esta investigação, encontra-se relacionado com a análise da influência, especificamente, dos valores do conservadorismo e do secretismo sobre a perceção da utilidade da informação financeira, assim como na preferência pela adoção de certas práticas contabilísticas e de

¹²⁸ O pedido de colaboração encaminhado à OTOC, a resposta ao pedido e o modelo do questionário I encontram-se apresentados, respetivamente, nos Anexos I, II e III.

financiamento empresarial, desenvolvido uma vez mais à luz da teoria da relevância cultural da Contabilidade desenvolvida por Baydoun e Willett (1995).

Um segundo questionário foi então desenvolvido (questionário II), sendo as questões de enquadramento propostas igualmente obtidas a partir da utilização de escalas nominais, tiveram por base as questões desenvolvidas no âmbito do questionário I, promovendo, no entanto, o prévio agrupamento das referidas questões, além de uma apresentação mais sintética de cada questão proposta. O referido grupo inclui ainda uma nova questão, relativa à dimensão da(s) entidade(s) para a(s) qual(is) habitualmente exerce atividade, classificadas em termos de PME ou grandes empresas¹²⁹.

O segundo grupo de questões (Questões gerais) do questionário II apresentava-se composto por quatro questões. A primeira questão relacionava em apenas dez itens dois dos valores contabilísticos de Gray (1988), em detrimento dos quatro valores utilizados no estudo anterior e com base na mesma escala de Likert anteriormente apresentada. São eles, nomeadamente, o conservadorismo e o secretismo, apresentando questões relativas ao relato financeiro, em linha com desenvolvimento do estudo anterior, associadas, contudo, com elementos relacionados com o financiamento empresarial.

O desenvolvimento desse segundo estudo permitiu, em particular pela utilização da referida abordagem, validar parte significativa do questionário a ser desenvolvido para a fase III da investigação, sendo este o seu maior mérito. Outro ponto de destaque nesse contexto prende-se com a inclusão de novas questões relacionadas com a utilidade da informação financeira e a importância atribuída à informação prestada pela Contabilidade e às características qualitativas da informação financeira.

As três questões seguintes do segundo grupo relacionavam-se, respetivamente, com o grau de utilidade da informação prestada pela Contabilidade (questão 2), o grau de importância atribuída, para efeitos de tomada de decisão, à informação prestada pela Contabilidade (questão 3) e, por fim, à importância atribuída às características qualitativas da informação financeira (questão 4).

Note-se que a questão 2 compila (sem as denominar expressamente) a informação relativa às cinco demonstrações financeiras obrigatórias no âmbito do SNC, e integrantes do conceito de conjunto completo de demonstrações financeiras previsto no Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de Julho, nomeadamente, o balanço, a demonstração dos resultados, a demonstração dos fluxos de caixa, a demonstração das alterações no

¹²⁹ A versão completa do questionário encontra-se apresentada no Anexo II deste documento.

capital próprio e o anexo. A questão 3 utiliza uma escala de atribuição baseada em um grau de importância que vai de “nenhuma” importância até à uma importância “muito elevada”. As questões 2 e 4, por sua vez, encontram-se apresentadas em termos de ordenação dos elementos propostos. A questão 4, por sua vez, elenca as características qualitativas da informação financeira previstas na nova EC FASB-IASB, e já aprovadas na denominada fase A (Objetivo e Características Qualitativas) do projeto de alteração da Estrutura Conceptual, ainda em curso.

Tratando-se de respostas obtidas a partir de uma ordenação (questões de escala ordinal) por parte dos respondentes, a variável em causa nas questões 2 a 4 dizem respeito ao grau de utilidade/importância atribuída às questões referenciadas, nomeadamente: grau utilidade atribuída à informação prestada pela Contabilidade em termos de cinco itens, no caso da questão 2; grau de importância atribuída à informação prestada pela Contabilidade, para efeitos de tomada de decisão, no caso da questão 3; e, por fim, a importância atribuída às características qualitativas da informação financeira em termos de seis itens, no que diz respeito à questão 4).

Ressalte-se, no entanto, que a questão 3 diferencia-se das restantes (questões 2 e 4) por exigir apenas uma avaliação (escolha de um grau de importância) para a variável em causa, sendo por isso denominada nesse contexto de “escala de avaliação” (Hill e Hill, 2008).

O questionário II, cuja distribuição teve início em Janeiro de 2012, utilizou, além do envio de *e-mails* e recolhas presenciais, a possibilidade de difusão no site da OTOC, através de um recurso on-line de obtenção de respostas, nomeadamente, a seguinte ligação:



<http://thesis.limequery.com/index.php?sid=72444andnewtest=Yandlang=pt>.

Cumprir referir que, tal como sucedeu relativamente ao questionário I, o acesso a estes profissionais foi facilitado pelo órgão representativo da profissão em Portugal, nomeadamente através da Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas (OTOC), cuja colaboração foi iniciada através de um pedido encaminhado para este fim específico¹³⁰. O resultado dessa segunda fase encontra-se refletido no estudo publicado por Albuquerque e Texeira Quirós (2012).

Relativamente ao questionário III, as questões de enquadramento pretendem identificar, além do Número de Identificação da Pessoa Coletiva (NIPC), elemento caracterizador

¹³⁰ O pedido de colaboração encaminhado à OTOC, a resposta ao pedido e a versão final do questionário II encontram-se apresentados, respetivamente, nos Anexos III, IV e V.

da amostra, e a partir do qual outras informações tornaram-se passíveis de serem obtidas, tentou-se obter informação relativa à tipologia dos sócios da sociedade, à relação societária, origem do capital da sociedade e, por fim, a posição/função que o respondente do questionário ocupa na sociedade, conforme é possível identificar a partir do **Quadro 42**¹³¹.

 		<p>Nota, Toda a informação recolhida neste questionário é estritamente confidencial. Os dados serão utilizados unicamente para fins estatísticos, sendo os resultados apresentados de uma forma agregada.</p>											
A. Caracterização geral da entidade		NIPC											
<p>A1. Estrutura societária (em %), no final de 2011, com base no tipo de sócios, relação societária e origem do capital da entidade:</p>													
%		A1.1. Tipos de sócios:				A1.2. Relação societária:							
<input type="text"/>		Particulares gestores				Empresa familiar (detida em mais de 50% por membros familiares)?							
<input type="text"/>		Particulares não gestores				Sim		<input type="text"/>		Não		<input type="text"/>	
<input type="text"/>		Empresas				A1.3. Origem do capital:							
<input type="text"/>		Investidores institucionais				Capitais nacionais (detida em mais de 50% por nacionais)?							
<input type="text"/>		Capital de risco				Sim		<input type="text"/>		Não		<input type="text"/>	
<p>A2. Indique a posição/função que o respondente deste questionário ocupa na entidade:</p>													
Sócio-gerente ou acionista-administrador remunerado		<input type="text"/>		Sócio-gerente ou acionista-administrador não remunerado		<input type="text"/>		Sócio não gerente ou acionista não administrador		<input type="text"/>			

Quadro 42: Questões de enquadramento do questionário III.

No que diz respeito às questões gerais do questionário III, foram propostas seis questões, à semelhança dos anteriores instrumentos de recolha. A primeira questão geral apresenta um conjunto de 14 afirmações (itens), identificadas no **Quadro 43**, que são respondidas com base no julgamento dos respondentes, tendo-se como referência a mesma escala baseada no modelo de Likert divulgada no contexto dos questionários I e II. As referidas afirmações (itens) pretendem identificar os elementos associados aos constructos gerais (ou variáveis latentes) relacionados com os valores do secretismo

¹³¹ O questionário encontra-se apresentado na integralidade no Anexo V.

(itens 1, 3, 5, 7, 9, 11 e 13) e do conservadorismo (itens 2, 4, 6, 8, 10, 12 e 14) e os aspetos relativos à gestão e ao financiamento empresarial.

1. Utilizando a escala seguinte indique a sua opinião relativamente a cada uma das afirmações que se seguem:	
1.1. A manutenção da confidencialidade das informações de carácter estratégico de uma sociedade pode ser garantida através da estabilidade dos sócios/acionistas e dos órgãos de gestão da sociedade	
1.2. A entrada de novos sócios/acionistas apresenta como risco o desvio da estratégia de crescimento da empresa, tendo em conta a falta de conhecimento do projeto originalmente concebido pelos empreendedores iniciais.	
1.3. O financiamento a partir de recursos dos atuais sócios/acionistas da entidade apresenta como principal vantagem o facto de evitar a revelação de informação interna a entidades externas	
1.4. Mais importante do que a rentabilidade dos recursos investidos pelos atuais sócios/acionistas de uma sociedade é a manutenção da estabilidade financeira da sociedade, de tal modo que possa evitar a abertura do capital da sociedade a terceiros	
1.5. Na escolha entre as possíveis fontes de financiamento disponíveis à sociedade, devem ser rejeitadas as opções que determinem a divulgação a terceiros de informação de carácter estratégico	
1.6. A participação dos sócios/acionistas na gestão da sociedade é sempre benéfica, na medida em que tais elementos representam os principais interessados no desempenho da sociedade	
1.7. O risco de abertura do capital de uma sociedade a terceiros está diretamente relacionado com a necessidade de partilha da informação a pessoas ou entidades distintas dos empreendedores iniciais	
1.8. A estabilidade financeira de uma sociedade é reflexo, em geral, da estabilidade dos sócios/acionistas e órgãos de gestão dessa mesma sociedade	
1.9. A informação de carácter estratégico deve ser de conhecimento exclusivo dos sócios/acionistas e gestores da sociedade, razão pela qual devem ser evitadas as fontes de financiamento externo que obriguem à revelação de informação dessa natureza	
1.10. A diversificação das fontes de financiamento empresarial apresenta mais riscos do que vantagens, sobretudo quando está em causa a eventual participação de terceiros na gestão da sociedade	
1.11. A abertura do capital de uma sociedade a terceiros, como possível fonte de financiamento, apresenta como eventual desvantagem a obrigatoriedade de divulgação de um conjunto de informação mais alargado	
1.12. A relação de confiança que se estabelece entre os sócios/acionistas é fundamental para o sucesso da empresa, sendo ainda mais importante do que as competências individuais de cada sócio	
1.13. Na escolha entre as fontes de financiamento disponíveis, ainda mais importante do que o custo do financiamento é a análise do envolvimento de pessoas ou entidades externas nas decisões de gestão da sociedade	
1.14. A continuidade de uma sociedade deve ser fundamentalmente assegurada através da estabilidade dos sócios/acionistas e dos órgãos de gestão dessa mesma sociedade	

Quadro 43: Questões relativas ao conservadorismo e ao secretismo (questionário III).

A questão seguinte, identificada no **Quadro 44**, solicita ao respondente a obtenção de uma resposta, definida a partir de uma escala que vai de “1 – pouco importante” até “5 –

muito importante”, definida relativamente ao grau de importância atribuída aos fatores a ter em conta no processo de obtenção de financiamento (questão 2).

2. Utilizando a escala seguinte indique o grau de importância que atribui aos seguintes fatores a ter em conta no processo de obtenção de financiamento (ainda que não inerentes a todos os tipos de financiamento):	
2.1. A manutenção do controlo da sociedade	
2.2. As vantagens e/ou benefícios fiscais associados	
2.3. Os custos associados ao financiamento	
2.4. As exigências de informação associadas	
2.5. A manutenção das decisões de gestão	
2.6. A minimização de riscos	

Quadro 44: Questões associada ao processo de financiamento (questionário IIII).

A próxima questão, por sua vez, associada à mesma escala anterior, visa identificar o grau de importância atribuída aos fatores a ter em conta a determinados aspetos da gestão empresarial (questão 3), conforme se apresentam abaixo:

3. Utilizando a mesma escala proposta na questão anterior, indique o grau de importância que atribui aos seguintes aspetos da gestão empresarial:	
3.1. A imagem e reputação da empresa	
3.2. Estratégias que garantam a continuidade	
3.3. A minimização dos riscos empresariais	
3.4. A definição de políticas de financiamento	
3.5. Estratégias que garantam a estabilidade	
3.6. O envolvimento dos sócios na tomada de decisão	

Quadro 45: Questões associada a aspetos da gestão empresarial (questionário IIII).

Embora apresentadas sob um ponto de vista específico (as políticas de financiamento e os aspetos da gestão empresarial), note-se que as referidas questões (questão 2 e 3 anteriores) encontram-se igualmente associadas aos valores do conservadorismo e do secretismo (no sentido de um maior conservadorismo/secretismo à medida do maior grau de importância atribuído pelos respondentes aos itens propostos).

Na sequência, as questões 4 e 5, identificadas no **Quadro 46**, pretendem determinar o grau de utilidade atribuído pelos respondentes a determinadas naturezas de informação extraídas da Contabilidade (questão 4), bem como, em termos gerais, à utilidade da informação extraída da Contabilidade para efeitos de tomada de decisão (questão 5),

tendo por base uma escala que parte de “1 – pouco útil” até “5 – muito útil”, conforme identificadas no quadro seguinte:

4. Utilizando a escala seguinte indique o grau de utilidade que atribui às seguintes naturezas de informação financeira extraídas da Contabilidade (ainda que não divulgada para o exterior):	
4.1. Saldos de ativos, passivos e capital próprio	
4.2. Movimentos no capital próprio durante o período	
4.3. Informação sobre os resultados do período	
4.4. Informação sobre os fluxos de caixa do período	
4.5. Outras informações extraídas do relato financeiro (e.g.: divulgações do Anexo)	
4.6. Outras informações não diretamente extraídas do relato financeiro (e.g.: relatórios de gestão)	
5. Utilizando a mesma escala proposta na questão anterior, indique o grau de utilidade que atribui, para efeitos de tomada de decisão: à informação prestada pela Contabilidade:	

Quadro 46: Questões associadas à informação contabilística (questionário III).

A questão 6, por fim, apresentada no **Quadro 47**, pretende identificar, em exclusivo, a partir da construção de uma variável ordinal (“sim/não”), se o respondente “Já considerou/considera a possibilidade de recorrer a fontes de financiamento baseadas na transmissão de participação no capital da entidade, nomeadamente, aos investidores/sociedades de capital de risco ou ao mercado de capitais?”, questão relevante na análise posterior dos dados submetidos pelas entidades incluídas na amostra deste estudo.

6. Já considerou/considera a possibilidade de recorrer a fontes de financiamento baseadas na transmissão de participação no capital da entidade, nomeadamente, aos investidores/sociedades de capital de risco ou ao mercado de capitais?			
Sim	<input type="checkbox"/>	Não	<input type="checkbox"/>

Quadro 47: Questão associada às fontes de financiamento (questionário III).

O terceiro questionário, por fim, teve a sua distribuição iniciada em Março de 2012, tendo contado nesse sentido com a colaboração do Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação (IAPMEI), que o difundiu através de *e-mails* aos participantes do estudo (proprietários das PME) incluídos na amostra em análise, sendo o mesmo respondido a partir da seguinte ligação¹³²:

<http://thesis.limequery.com/index.php?sid=45991andnewtest=Yandlang=pt>.

¹³² O pedido de colaboração encaminhado ao IAPMEI, a resposta do IAPMEI, o encaminhado do pedido aos participantes e o modelo final do questionário III encontram-se apresentados, respetivamente, nos Anexos VII, VIII, IX e X.

Ressalve-se, por fim, que os questionários anteriormente referidos foram sujeitos, em todos os casos, a uma versão pré-teste, conduzida e motivada pelos seguintes objetivos (Hill e Hill, 2008):

- (1) Identificação de questões fora do objeto da presente investigação;
- (2) Identificação de questões pouco claras ou mal formuladas;
- (3) Análise de dados primários, de modo a avaliar se há um adequado relacionamento entre as variáveis e as hipóteses definidas neste estudo.

Os referidos questionários, em fase de pré-teste, foram distribuídos entre os alunos na fase final da licenciatura e alunos de mestrados nas áreas de Auditoria e Contabilidade do ISCAL (Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa) com a pré-condição de também atuarem profissionalmente como preparadores. Outros importantes intervenientes no processo de teste do questionário incluem docentes universitários e membros da OROC (Ordem dos Revisores Oficiais de Contas), principal organismo responsável pela regulação da profissão de revisão/auditoria em Portugal, além de docentes do ISCAL e de outras instituições do ensino superior nacionais presentes em congressos e encontros de Contabilidade, nomeadamente, no caso do questionário I, bem como o congresso anual promovido pela Associação de Docentes de Contabilidade do Ensino Superior ocorrido nos dias 8 e 9 de Maio de 2009¹³³.

As versões pré-teste dos questionários permitiram cumprir na totalidade os objetivos previamente definidos. Este processo resultou na reformulação e mesmo eliminação de algumas questões, onde se incluem as questões de enquadramento. Ressalve-se que, nos questionários II e III, algumas questões levantadas no primeiro foram objeto de reformulação, em particular, as questões de enquadramento, tendo por base o aproveitamento de algumas sugestões propostas pelos intervenientes do primeiro, tendo-se mantido, no entanto, a coerência entre os questionários I e II, cujo universo era coincidente (Técnicos Oficiais de Contas).

Assim, a informação obtida na Central de Balanços a partir da informação proveniente da IES, relativa ao período definido para esta investigação permitirá a obtenção da seguinte informação de referência para o cálculo das variáveis definidas para este estudo:

¹³³ Em causa, o XX Encontro da ADCES, organizado este ano conjuntamente com o Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra, nas datas já referenciadas e tendo como tema “A Contabilidade, Contribuição para uma informação credível”.

- Ano de constituição da sociedade;
- Ativo (total);
- Ativos fixos tangíveis;
- Caixa, depósitos bancários e instrumentos financeiros
- Passivo (total);
- Financiamentos obtidos (total);
- Vendas e prestações de serviços (volume de negócios); e
- Gastos de depreciações e amortizações.
- Resultado antes de Juros, Impostos e Depreciações/Amortizações (EBITDA);

Note-se que, para a construção das variáveis objeto de estudo, foram calculados os valores médios (relativos aos três anos de informação recolhida) dos indicadores acima apresentados, que tem na sua origem elementos extraídos das demonstrações financeiras das entidades analisadas.

Por outro lado, as restantes variáveis utilizadas neste estudo socorrem-se fundamentalmente da informação obtida através do questionário, onde se incluem os seguintes elementos:

- Setor de atividade;
- Identificação da participação de proprietários na gestão;
- Identificação das empresas familiares;
- Grau de conservadorismo e secretismo;
- Importância e utilidade da informação prestada pela Contabilidade; e
- Possibilidade de recurso ao *public* ou ao *private equity*.

O capítulo seguinte dedica-se à apresentação dos critérios relativos à seleção e caracterização da amostra deste estudo.

8. Dados relativos à seleção e caracterização da amostra

A amostragem é um passo importante na condução de uma pesquisa científica, tendo em conta a capacidade de validação dos resultados obtidos (Oliveira, 2001). Ainda de acordo com o mesmo autor, a literatura científica tem frequentemente discutido a seleção mais apropriada do método de amostragem a realizar, se probabilístico ou não probabilístico, tendo em conta fatores tais como a fiabilidade dos dados, a disponibilidade dos recursos e a adequação aos objetivos da pesquisa conduzida (Oliveira, 2001). Hansen *et al.* (1966)¹³⁴ *apud* Oliveira (2001) refere que, subjacente à decisão da escolha do plano de amostragem encontra-se a avaliação da importância da fidedignidade dos resultados e a tolerância em relação a possíveis erros envolvidos e aos métodos pelos quais os erros possam ser controlados.

A amostragem não probabilística, nomeadamente, amostras obtidas por acessibilidade (também designada por conveniência ou acidentais), intencionais (também designada por tipicidade ou por julgamento) e por quotas (ou proporcionais) é um recurso frequentemente utilizado na fase de pré-teste de um questionário, tendo em conta o pragmatismo associado à distribuição e recolha dos dados sujeitos a teste, assim como a frequente proximidade entre o investigador e os respondentes (Oliveira, 2001; Hill e Hill, 2008; Sarmiento e Ferreira, 2009).

Embora as vantagens da utilização de um método de amostragem probabilístico face a métodos de amostragem não probabilísticos pareçam indiscutíveis (Oliveira, 2001; Hill e Hill, 2008; Sarmiento e Ferreira, 2009), deve-se ter presente a existência de situações que confrontam o investigador com a consideração da necessidade de utilização de um método de amostragem não probabilístico que, ainda assim, “é capaz de trazer resultados razoáveis” (Oliveira, 2001), nomeadamente, “quando as probabilidades de seleção de amostras são desconhecidas e não podem ser estimadas” (Hansen *et al.*, 1966 *apud* Oliveira, 2001). Oliveira (2001) ressalta ainda que, pese as limitações da utilização de um método não probabilística, e da superioridade, à partida, da utilização de um método probabilístico, as vantagens e contribuições daquele método em estudos científicos não devem ser descartados, desde que sejam consideradas as suas limitações. Ainda de acordo com Oliveira (2001), “uma amostra probabilística com uma taxa de não resposta de 15% a 25% também pode apresentar muitos vieses”.

¹³⁴ Hansen, M.; Hurwitz W.; Madow, W. (1996). *Sample survey methods and theory*. Vol. I. John Wiley and sons, Inc.

Nesse sentido, e de acordo com Machado (2009), pese a relevância dos estudos nacionais que têm conta a realidade das PME, dado o seu elevado peso no tecido empresarial português, torna-se “necessário restringir o universo do estudo”. Uma das formas passa pela seleção de sectores específicos e/ou a seleção de PME com características comuns, como as PME Excelência, que traz em si a vantagem adicional da existência de uma prévia seleção caracterizada por entidades que evidenciam melhores desempenhos económico-financeiros e indicadores de gestão (*ibid*).

O universo de referência para este estudo é composto pelas PME Líder, após a exclusão de entidades desse mesmo universo condicionada por determinados fatores previamente especificados. Embora tendo por base as PME Líder¹³⁵, em detrimento das PME Excelência do setor Indústria – segmento utilizado por Machado (2009)¹³⁶, os critérios de seleção utilizados neste estudo tiveram em conta os mesmos critérios defendidos pela autora, nomeadamente:

- O objetivo de tratar a informação mais recente levou à opção pelos dois últimos anos de atribuição da classificação;
- A seleção das empresas classificadas simultaneamente nesses dois anos, tem como objetivo identificar aquelas que corresponderam de forma consistente aos requisitos de atribuição do Estatuto.

Adicionalmente, foram excluídas as empresas para as quais não foi possível obter uma forma de contato válida (endereço de e-mail válido ou publicamente identificável), uma vez que a presença na Internet também foi considerada um critério de seleção primário válido para os objetivos definidos para o estudo.

De acordo com o IAPMEI (2012a), a designação de “PME Líder” é uma marca registada do IAPMEI, sendo que o estatuto PME Líder é atribuído pelo IAPMEI e pelo Turismo de Portugal (no caso específico das empresas do Turismo)¹³⁷. O estatuto de PME Líder assenta nos critérios apresentados no **Quadro 48** (IAPMEI, 2012a).

¹³⁵ Importa ressaltar que o conceito de PME Líder é representativo de um universo mais amplo do que o conceito de PME Excelência, uma vez que estas incluem-se naquele primeiro conjunto de empresas, como adiante se apresenta mais detalhadamente.

¹³⁶ O universo de referência utilizado pela autora foi, assim, composto por 163 entidades, tendo participado no estudo, realizado por entrevistas, um número equivalente a 58 empresas (36% de taxa de resposta).

¹³⁷ Estatuto atribuído no âmbito do Programa FINCRESCCE, em parceria protocolada, até agora, com sete grupos bancários a operar em Portugal, Barclays, Banco BPI, Banco Espírito Santo, Banco Espírito Santo dos Açores, Caixa Geral de Depósitos, Banco Millennium BCP e Banco Santander Totta. O Estatuto PME Líder é concedido por comunicação do IAPMEI ou do Turismo de Portugal à empresa, dando disso conhecimento ao Banco proponente. As empresas que reúnem os vários critérios de acesso são convidadas pelos bancos parceiros e propostas ao IAPMEI ou ao Turismo de Portugal, no caso das

Condições:	Critérios:
Enquadramento como PME	Empresas que assegurem a condição de PME, de acordo com a Recomendação da Comunidade de 6 de Maio de 2003 (2003/361/CE), a ser comprovada através da certificação <i>on-line</i> em www.iapmei.pt , que deve ser renovada anualmente até à data limite legal de apresentação de contas às Finanças, sob pena de caducidade automática.
Situação de não dívida	Situação regularizada perante a Administração Fiscal, a Segurança Social, o IAPMEI e o Turismo de Portugal.
População de referência	Foco em Pequenas e Médias Empresas que prossigam estratégias de crescimento e de reforço da sua base competitiva, selecionadas através da superior capacidade de escrutínio e de uma ampla implantação no território nacional, pelos bancos protocolados. Excepcionalmente, o Estatuto PME Líder poderá ser atribuído a Micro Empresas que apresentem inovação de referência e com potencial de demonstração, ou no caso das empresas do Turismo, empresas com empreendimentos e/ou atividades inovadoras ou inseridos em imóveis de reconhecido valor patrimonial.
Perfil de risco	Perfil de risco posicionado nos mais elevados níveis dos sistemas internos de notação de risco dos Bancos protocolados, e cuja uniformização se processa por relações estabilizadas e formalizadas com as entidades do Sistema Nacional de Garantia Mútua (rating AAA; AA e A).
Indicadores de referência¹³⁸	Empresas que, para além do superior perfil de <i>rating</i> , tenham pelo menos três exercícios de atividade completos e que apresentem, com contas fechadas de 2011: <ol style="list-style-type: none"> 1. Resultados Líquidos Positivos ou Crescimento do Volume de Negócios ou crescimento do EBITDA; 2. Autonomia Financeira maior ou igual a 20% (Capitais Próprios/Ativo Líquido); 3. Volume de Negócios maior ou igual a 500 mil euros; 4. Número de Trabalhadores maior ou igual 5.
Validade e condições para a manutenção do Estatuto	O Estatuto PME Líder tem a validade média de um ano. Por regra, é atualizado em Julho/Agosto de cada ano. O Estatuto PME Líder pode caducar em qualquer momento por ¹³⁹ : <ol style="list-style-type: none"> a) Incumprimento de qualquer critério, nomeadamente a degradação do nível de <i>rating</i> protocolado; b) Conhecimento de facto que possa pôr em causa a qualidade de desempenho que se pretende associada ao Estatuto PME Líder, nomeadamente, <ol style="list-style-type: none"> (i) Registo de processos de insolvência em empresas participadas pelos sócios/acionistas nos últimos 12 meses; (ii) Conhecimento de incumprimento com instituições financeiras ou resultante de informação da Central de Riscos de Crédito do Banco de Portugal; (iii) Processos fiscais, judiciais e situações litigiosas, cujas repercussões futuras possam afetar significativamente a situação económico- financeira da empresa ou de avalistas; (iv) Conhecimento de ocorrência de incidentes, tais como cheques devolvidos, apontes e protestos de letras.
Critérios de exclusão	São excluídas do conceito as SGPS, IPSS, Associações e instituições que não tenham o lucro como objetivo.

Quadro 48: Condições para a atribuição do estatuto PME Líder.
Fonte: IAPMEI (2012a).

empresas do setor do turismo. A atribuição do Estatuto PME Líder é publicitada em www.pmelider.pt e está disponível na página Lista PME Líder (IAPMEI, 2012).

¹³⁸ No caso das empresas do Turismo são utilizados os seguintes critérios, (1) Crescimento do Volume de Negócios ou EBITDA positivo; e (2) Autonomia Financeira \geq 20% (Capitais Próprios/Ativo Líquido).

¹³⁹ O IAPMEI ou o Turismo de Portugal são responsáveis pela comunicação à empresa da suspensão do Estatuto PME Líder

Note-se, assim, que para a obtenção do estatuto são tidos em conta não exclusivamente elementos quantitativos (dados económico-financeiros), tendo em conta que o perfil de risco atribuído também favorece as entidades que apresentam bons indicadores “nas componentes dos negócios”, o que pode incluir, nomeadamente, nessa avaliação a existência de uma equipa de gestão com formação adequada e experiência empresarial ou a prestação anual de contas auditadas e/ou com revisão legal, bem como a apresentação regular de um Relatório de Gestão com detalhe de informação (PME Líder, 2011). O recurso ao *private equity*, por sua vez, “pode melhorar a notação de *rating*, pois pode demonstrar solidez financeira” e a aposta na inovação da atividade e na internacionalização. Por outro lado, algumas das vantagens associadas à obtenção do estatuto PME Líder, na ótica das entidade que o obtém, passa pelo aumento da notoriedade das empresas, em termos de reputação e visibilidade, por um lado, e pela melhoria das condições de financiamento, por outro (*ibid*).

De acordo com o IAPMEI, o estatuto de PME Líder foi criado (IAPMEI: 2012a):

(...) como instrumento de qualificação de empresas, no âmbito do Programa FINCRESCCE, visando segmentar e conferir notoriedade a empresas com perfis de desempenho superiores, e criando-lhes condições otimizadas de financiamento para desenvolverem as suas estratégias de crescimento e de reforço da sua base competitiva.

No universo das PME Líder, foi desenvolvido um outro conceito, o de PME Excelência, com idêntico prazo de validade (um ano), para um número mais restrito de empresas que cumpram determinados critérios previamente definidos pelo IAPMEI. O Estatuto PME Excelência foi criado, por sua vez, de acordo com o referido organismo (IAPMEI, 2012b):

(...) com o objetivo de sinalizar, através de um instrumento de reputação, o mérito de pequenas e médias empresas com perfis de desempenho superiores (...), criando um instrumento de visibilidade acrescida para o grupo de empresas que em cada ano se destaque pelos melhores resultados.

Ainda de acordo com o IAPMEI (2012b), a seleção das PME Excelência é feita anualmente a partir do universo das PME Líder, “criando um instrumento de visibilidade acrescida para o grupo de empresas que em cada ano se destaque pelos melhores resultados.” Em particular, a atribuição do estatuto de “PME Excelência 2011” foi realizada tendo em conta os seguintes fatores que as distinguem das restantes empresas nacionais:

- Empresas que em vários sectores de atividade se destacaram pelos melhores desempenhos económico-financeiros e de gestão”;
- Empresas que apresentam rácios de solidez financeira e de rentabilidade acima da média nacional, que têm sabido manter altos padrões competitivos num contexto particularmente exigente e que estão a conseguir ultrapassar a crise com crescimento, consolidação de resultados, e contributos ativos na criação de riqueza e de emprego das regiões onde se inserem.

Os critérios relativos à atribuição do Estatuto PME Excelência encontram-se adiante identificados (IAPMEI: 2012b):

1. Pertencerem aos 2 primeiros níveis de *rating* (AAA ou AA), baseado no Relatório e Contas;
2. Cumprirem os seguintes critérios financeiros, suportados nas demonstrações financeiras:
 - a) Autonomia financeira maior ou igual a 35%;
 - b) Crescimento do Volume de negócios face a 2009 maior ou igual a 5%;
 - c) Rentabilidade dos Capitais Próprios maior ou igual a 10%;
 - d) Rentabilidade do Ativo maior ou igual a 3%.

Mais recentemente, o IAPMEI entendeu flexibilizar os critérios de acesso ao Estatuto PME Excelência, sendo que um dos critérios anteriores poderá apresentar os seguintes valores mínimos (mantendo-se os limites anteriores relativamente aos três restantes indicadores):

- i) Crescimento do Volume de negócios maior ou igual a - 5%;;
- ii) Autonomia financeira (Capitais próprios/Ativo maior ou igual a 30%;
- iii) Rentabilidade dos Capitais Próprios maior ou igual a 8%;
- iv) Rentabilidade do Ativo maior ou igual a 3%.

Associadas à atribuição do estatuto encontra-se, ainda, a existência de condições de “maior facilidade no acesso ao crédito, melhores condições de financiamento e de aquisição de produtos ou serviços, facilitação na relação com a banca e a administração pública, e um certificado de qualidade na sua relação com o mercado” (IAPMEI: 2012b).

A delimitação do estudo às empresas com o estatuto de PME Líder atribuído, após os critérios de seleção referidos anteriormente, permitiu, assim, atingir-se dois objetivos em simultâneo, nomeadamente, a garantia da inclusão de empresas com a maturidade

mínima requerida pelo estudo, e com dados económico-financeiros disponíveis para os anos do período de abrangência do estudo¹⁴⁰, por um lado, e com a garantia de cumprimento dos requisitos mínimos de qualidade de indicadores de gestão e perfis de desempenho que não pusessem em causa a validade do estudo. Lopez-Gracia e Aybar-Arias (2000), designadamente, referem no estudo efetuado a limitação associada à seleção de empresas com informação contabilístico-financeira de reduzida qualidade, o que terá levado à redução do número de observações das PME em análise.

Cumpra referir ainda que os critérios associados à atribuição do Estatuto PME Líder não põem em causa os resultados deste estudo, nomeadamente, no contexto da análise dos diferentes níveis de endividamento, na medida em que a atribuição está dependente do cumprimento, em exclusivo, de um nível mínimo de autonomia igual ou superior a 20%, um valor que permite identificar ainda diferentes níveis de alavancagem.

Refira-se ainda que alguns estudos referem expressamente, como garantia de qualidade, a exclusão de entidades que não cumprem níveis mínimos ou ultrapassem um valor máximo estabelecido de alavancagem, designadamente, o estudo publicado por Chang *et al.* (2012), que exclui as empresas que apresentam níveis de endividamento inferior a 5% e igual ou superior a 70%, além da exclusão de *outliers*.

A seleção teve por base ainda o facto de que a tais empresas foi atribuído um *rating* elevado, característico das PME Líder, necessário à atribuição desse estatuto e da concessão de financiamento bancário, o que possibilita, por sua vez, selecionar as empresas com informação financeira, à partida, fiável e indicadores económico-financeiros e de gestão satisfatórios, por um lado, e validar as hipóteses de associadas às variáveis culturais, desprezando assim os efeitos da assimetria informacional como uma imperfeição do mercado – sendo ela uma variável de difícil identificação e mensuração, conforme refere, designadamente, Baas e Schrooten (2005).

A eliminação dos efeitos da assimetria da informação permite assim que, de facto, os fatores culturais não sejam “distorcidos” por tal imperfeição, tendo em conta ainda o facto, referido por Carmo *et al.* (2011a) e Noguer e Muñoz (2007), de que o sistema bancário não percebe a qualidade dos *accruals* no contexto das empresas de menor dimensão. Refira-se ainda o efeito de monitorização realizado pelos bancos destacado, designadamente, por Ang *et al.* (2002), como garantia do cumprimento dos créditos, que resulta em melhoria da qualidade da informação financeira apresenta.

¹⁴⁰ A seleção das empresas comuns em dois anos consecutivos garante a existência de, no mínimo, quatro anos de informação financeira disponível.

Com base no modelo definido para este estudo, a assimetria da informação condicionaria a análise na medida em que interfere na estrutura de capital da entidade, seja impedindo a obtenção do financiamento seja conduzindo ao efeito do “ciclo vicioso do financiamento” anteriormente apresentado. Por outro lado, a inclusão das PME Excelência no estudo garante, por sua vez, a inclusão de uma necessária variabilidade dos indicadores de referência necessários à realização do estudo.

O universo inicial (PME Líder com estatuto atribuído) compunha-se de 6.454 PME Líder, das quais 1.241 apresentavam o estatuto de PME Excelência. Após a aplicação dos critérios de seleção, o universo de referência, isto é, o universo de estudo efetivo, passou a ser constituído por 1.629 PME Líder, das quais 428 integravam do conjunto das PME Excelência. Após os critérios de seleção já apresentados, foram obtidas 442 respostas válidas, após a exclusão de 13 respostas consideradas inválidas ou incompletas. Posteriormente, e por ausência de informação contabilística em pelo menos um dos períodos selecionados para o estudo, 4 respostas foram adicionalmente excluídas, resultando assim uma amostra final de 438 respostas/empresas em análise, ao que corresponde uma taxa de resposta de 27%. Ressalte-se que das 438 respostas obtidas, 149 correspondiam ao conjunto constituído pelas PME Excelência, resultando assim na obtenção de uma taxa de resposta de 35%, no que diz respeito exclusivamente às PME Excelência.

Para o cálculo da dimensão mínima da amostra (n), é possível utilizar-se o método de referência sugerido por Arkin (1982) tendo em conta os parâmetros indicados no

Quadro 49.

Dimensão da amostra e população:	
PME Líder (amostra mínima):	311
PME Líder (universo de referência)	1.628
Outros dados da análise estatística:	
Nível de significância	5%
Nível de confiança	95%
Z	1,96
Erro amostral (SE)	5%
Probabilidade de seleção (P)	50%

Quadro 49: Ficha técnica do estudo.

Os parâmetros anteriormente apresentados para o cálculo da dimensão mínima da amostra mínima foram incorporados na seguinte fórmula¹⁴¹:

$$(1) \quad n = \frac{p(1-p)}{\left(\frac{SE}{Z}\right)^2 + \frac{p(1-p)}{N}}$$

Note-se que, com base nos parâmetros acima definidos, a amostra recolhida para este estudo satisfaz, em ambos os casos, os critérios definidos por Arkin (1982) relativamente à dimensão mínima requerida¹⁴². Assim, e tendo em conta os estudos anteriormente efetuados nesse campo em Portugal (e.g. Correia, 2003; Rebelo, 2003; Serrasqueiro, 2000), referências mais diretamente comparáveis, a taxa de resposta obtida foi considerada boa ou razoável, superando em larga medida a taxa obtida em alguns dos referidos estudos. Entre as razões obtidas para a obtenção dessa taxa de resposta encontram-se:

- A redução do número de questões que se apresentavam no questionário, na medida em que a obtenção de dados contabilísticos (através da solicitação do NIPC), com recurso a outras fontes, nomeadamente, a Informação Empresarial Simplificada (IES¹⁴³), permitiu a eliminação de um significativo conjunto de questões da versão inicial do questionário; e
- A experiência obtida na realização dos questionários anteriores (questionários I e II) permitiu eliminar as questões e processos que se revelaram mais críticos nas fases anteriores de realização deste estudo.

O capítulo seguinte dedica-se à apresentação das variáveis utilizadas na condução deste estudo.

¹⁴¹ Com base nesta fórmula, a partir de um certo limite, a dimensão da população não influencia significativamente a dimensão da amostra.

¹⁴² É de conveniente menção o facto de que, se fosse utilizado o universo inicial, composto por 6.454 PME Líder, a amostra mínima requerida ver-se-ia ampliada para 363, um número ainda assim inferior à amostra final analisada neste estudo (438 PME Líder).

¹⁴³ A Informação Empresarial Simplificada (IES), criada através do Decreto-Lei n.º 8/2007 de 17 de Janeiro, é o resultado da cooperação institucional entre quatro entidades públicas, Ministério da Justiça, Ministério das Finanças e da Administração Pública, Instituto Nacional de Estatística e Banco de Portugal.

9. Variáveis utilizadas e hipóteses operacionais associadas

As variáveis utilizadas para esta investigação encontram-se definidas em termos dos fatores associados à condição de conservadorismo e secretismo, bem como das variáveis tradicionalmente utilizadas no contexto das modernas teorias da estrutura do capital (variáveis independentes ou explicativas do modelo) por um lado, e o nível endividamento (variáveis dependentes ou explicadas do modelo), por outro. No contexto das teorias da estrutura do capital, será particularmente enfatizada as variáveis associadas à teoria do *pecking order*, dada a associação teórica proposta entre estas e os valores do conservadorismo e do secretismo.

Refira-se que tais variáveis, conforme já referido, foram obtidas através de duas fontes de informação distintas, a informação recolhida através de um questionário ou através de dados económico-financeiros obtidos com base na prestação de contas anual das entidades incluídas na amostra deste estudo.

Pese o facto de alguns estudos utilizarem valores de mercado, nomeadamente, através uma *proxy* para a obtenção do valor da empresa (ativos líquidos) com base no valor de mercado, no contexto das PME nacionais (na generalidade, empresas não cotadas e sem títulos negociados no mercado de capitais), no entanto, o valor de mercado não se apresenta relevante.

O **Quadro 50** apresenta as variáveis dependentes ou explicadas que foram utilizadas no modelo proposto para esta investigação.

Variável	Indicador utilizado
Endividamento não remunerado (total)	Rácio entre o passivo, exceto financiamentos obtidos (dívida remunerada), e o ativo
Endividamento remunerado (total)	Rácio entre os financiamentos obtidos (dívida remunerada) e o ativo

Quadro 50: Variáveis dependentes utilizadas.

O rácio de endividamento é uma variável recorrente na literatura relacionada com a estrutura dos capitais, quer em termos nacionais, quer em termos internacionais (Anni, 2009; Chui *et al.*, 2002; Correia, 2003; Gleason *et al.*, 2000; Jensen e Uhl, 2008; Li *et al.*, 2011; Rebelo, 2003; Rihab e Lofti, 2011; Silva Junior, 2012; Sogorb-Mira e Lopez-Gracia, 2003; Vieira e Novo, 2010).

A distinção do endividamento em função do seu custo, isto é, remunerado ou não remunerado, encontra suporte na literatura associada quer aos valores culturais do

conservadorismo e do secretismo quer às teorias associadas à estrutura de capital, na medida em que a contração de endividamento remunerado conduz à existência de um maior risco empresarial, incluindo custos de falência já referenciados por Modigliani e Miller (1963). No entanto, e apesar do suporte teórico existente para a referida variável, trata-se de uma variável dependente habitualmente menos testada empiricamente, encontrando-se poucos exemplos de sua aplicação quer no contexto nacional (Marques e Morgado: 2004) quer no contexto internacional (Jensen e Uhl: 2008).

A inclusão da referida variável como variável dependente do modelo é suportada, designadamente, no facto de que os custos de falência são “proporcionalmente maiores para as PME do que para as empresas de grande dimensão, o que aumenta o risco financeiro do uso de capital alheio ao primeiro tipo de empresas”, de tal modo que “a poupança fiscal obtida pelo recurso a capital alheio é menos vantajosa para as PME do que para as empresas de grande dimensão” (McConnell e Pettit¹⁴⁴, 1984 *apud* Serrasqueiro, 2003). Assim, a opção pela utilização da referida variável neste estudo tem em conta a sua teorização ligada a uma associação negativa com o conservadorismo/aversão ao risco, quer pelo aumento dos custos futuros quer pelo agravamento, *ceteris paribus*, do risco financeiro (o endividamento remunerado gera mais riscos futuros do que o endividamento não remunerado).

Relativamente às variáveis independentes apresentadas acima, foram tidos em conta os fatores explicativos habitualmente selecionados em estudos relacionados com as opções de financiamento empresarial das PME, incluindo-se nesse contexto quer os estudos recentemente desenvolvidos relacionados com a associação entre o financiamento empresarial e os valores culturais, quer os indicadores habitualmente utilizados em estudos que cercam a estrutura de capital.

Refira-se que a preferência em termos da definição de hipóteses de associação (relações propostas) recairá em casos não consensuais para as relações identificadas no contexto da teoria do *pecking order*, em detrimento das teorias que têm subjacentes uma maior racionalização das escolhas dos proprietários e/ou gestores, como as relações previstas no contexto da teoria do *trade-off*. A razão dessa escolha deve-se, por um lado, aos critérios menos racionais subjacentes à hierarquização das fontes de financiamento no contexto da referida teoria, por um lado, e da sua maior ligação com os valores culturais

¹⁴⁴ McConnell, J. e Pettit, R. (1984). Applications of the modern theory of finance to small business firms, in P. Horvitz e R. Pettit, Eds.: Small Business Finance: Problems in the Financing of Small Businesses (JAI Press, Greenwich, Conn.).

do conservadorismo/aversão ao risco, relação identificada, designadamente, por Barton e Gordon (1987).

As variáveis extraídas a partir do questionário foram objeto de transformação para inclusão no modelo de regressão proposto para este estudo.

Assim, no contexto das questões gerais do questionário serão utilizadas três variáveis, relacionadas com o setor de atividade, a participação dos proprietários na gestão e com a caracterização em torno das relações familiares. Nos dois últimos casos, as variáveis *dummies* propostas identificam, respetivamente, a participação dos proprietários nos órgãos de gestão (“1” se >50% e “0” nos restantes casos) e a detenção maioritária da entidade por membros não familiares (“1” se >50% e “0” nos restantes casos).

Os itens da primeira questão geral do questionário serão agregados em torno do conceito de conservadorismo e/ou secretismo tendo por base técnicas de análise multivariada¹⁴⁵. Os itens incluídos no contexto das questões 2 e 3, por sua vez, embora tendo por base uma escala similar à apresentada para os itens da primeira questão, e encontrando-se igualmente definidas sob o ponto de vista do conservadorismo e/ou secretismo, serão analisadas individualmente. Tal opção teve por base o facto de que a agregação dos referidos itens resultaria em perda de informação, tendo em conta os distintos elementos associados aos referidos valores culturais que os itens pretendem analisar. Assim, e para o efeito, os itens serão posteriormente transformados em variáveis dicotómicas (*dummies*) a partir do seguinte critério: “0”, para as respostas situadas entre os pontos 1 a 3 da escala proposta; “1”, nos restantes casos, ou seja, pontos 4 (importante) e 5 (muito importante) da escala proposta, indiciando nesse caso o maior conservadorismo e/ou secretismo.

No mesmo sentido das duas questões anteriores, os itens das questões 4 e 5, relacionadas com a importância e a utilidade da informação financeira, serão posteriormente transformadas em variáveis dicotómicas, tendo por base um critério similar, nomeadamente: “0”, para as respostas situadas entre os pontos 1 a 3 da escala proposta; “1”, nos restantes casos, ou seja, pontos 4 (importante) e 5 (muito importante) da escala proposta, indiciando nesse caso o maior conservadorismo e/ou secretismo¹⁴⁶.

¹⁴⁵ Detalhes sobre o modelo de regressão proposto e das técnicas estatísticas multivariadas utilizadas serão apresentados no ponto seguinte desta investigação.

¹⁴⁶ Importa referir, nesse sentido, a diferença entre itens Likert e variáveis do tipo Likert, habitualmente referidas na literatura. No primeiro caso (e.g., primeira questão geral do questionário), as variáveis podem ser transformadas em índices consoante o conceito que pretendem identificar, posteriormente à realização de alguns testes, nomeadamente, o teste de fiabilidade do alfa de Chronbach ou análises fatoriais, sendo recomendável a utilização de uma escala de pelo menos cinco pontos, o que se verifica no presente

O **Quadro 51** apresenta, nesse sentido, as variáveis independentes ou explicativas recolhidas a partir do questionário, identificando-se a sua natureza/conceito, indicador de referência utilizado e a relação esperada com as variáveis dependentes propostas (endividamento remunerado e endividamento não remunerado).

Variáveis obtidas a partir do questionário:			
Variável	Indicador utilizado	Endividamento remunerado (relação esperada)	Endividamento não remunerado (relação esperada)
q1: Grau de conservadorismo e secretismo (I) – Questões gerais associadas ao conservadorismo e ao secretismo	Índice obtido através do grau de importância atribuído às afirmações contidas nos itens da questão 1 da parte I do questionário.	-	+
q2: Grau de conservadorismo e secretismo (II) – Fatores a ter em conta no processo de obtenção de financiamento associadas ao conservadorismo e ao secretismo	Variáveis identificativas do grau de importância atribuído às afirmações contidas nos itens da questão 2 da parte I do questionário.	-	+
q3: Grau de conservadorismo e secretismo – Aspectos da gestão empresarial associadas ao conservadorismo e ao secretismo	Variáveis identificativas do grau de importância atribuído às afirmações contidas nos itens da questão 3 da parte I do questionário.	-	+
q6: <i>Public e private equity</i>	Empresas que consideram o recurso ao <i>public equity</i> e/ou ao <i>private equity</i> como uma opção de financiamento. Variável <i>dummy</i> que será “1” nos casos em que a ocorrência se verifica e “0” nos restantes casos.	+	-
Nfam: Empresas não familiares	Empresas detidas em mais de 50% por membros não familiares. Variável <i>dummy</i> que será “1” nos casos em que a ocorrência se verifica (>50%) e “0” nos restantes casos.	-	+
Part: Participação de proprietários na gestão	Empresa detida maioritariamente por particulares gestores. Variável <i>dummy</i> que será “1” nos casos em que tal ocorrência se verifica (>50%) e “0” nos restantes casos.	-	-
q4 e q5: Importância e utilidade da informação financeira	Índice e valores obtidos a partir do grau de importância e utilidade atribuído à informação prestada pela Contabilidade (questões 4 e 5, respetivamente, da parte I do questionário).	-	+
SEC: Setor de atividade	Variável <i>dummy</i> que será “1” nos casos em que a ocorrência se verifica e “0” nos restantes casos.	?	?
Legenda: “+”: Relação positiva com o nível de endividamento em análise “-”: Relação negativa com o nível de endividamento em análise			

Quadro 51: Variáveis independentes extraídas do questionário.

estudo. Ressalte-se, nesse contexto, que a escala é tratada como intervalar, sendo o valor do agrupamento (variável latente definida) o resultado da soma dos pontos dos itens ou da construção de um índice. No segundo caso (e.g. questões 2 a 4 do questionário), o agrupamento pode não ser aconselhável na medida em que resultaria em perda de informação, de modo que a literatura socorre-se da transformação dos itens em torno de variáveis dicotômicas, similarmente à proposta definida para este estudo. Ver, designadamente, o estudo desenvolvido por Spanos (2012).

O **Quadro 52** identifica, por sua vez, as variáveis independentes ou explicativas recolhidas a partir da informação proveniente da Central de Balanços do Banco de Portugal.

Variáveis obtidas a partir da Central de Balanços:			
Variável	Indicador utilizado	Endividamento remunerado (relação esperada)	Endividamento não remunerado (relação esperada)
AGE: Maturidade	Número de anos desde o início de atividade	-	-
BEN: Benefícios fiscais não associados ao endividamento	Rácio entre os gastos de depreciação e de amortização e o EBITDA	-	+
COL: Valor de garantia dos ativos	Rácio entre os ativos fixos tangíveis e o ativo	+	+
CRE: Crescimento	Taxa de crescimento do ativo	+	+
DIM: Dimensão	Logaritmo natural do volume de negócios	+	+
LIQ: Liquidez	Rácio entre o total de caixa, depósitos bancários e instrumentos financeiros e o ativo corrente	-	-
RET: Rendibilidade	Rácio entre o EBITDA e o ativo	-	-
RIS: Risco	Coefficiente estandardizado das vendas	-	-
Legenda: “+”: Relação positiva com o nível de endividamento em análise “-”: Relação negativa com o nível de endividamento em análise			

Quadro 52: Variáveis independentes extraídas da Central de Balanços.

As relações identificadas pela literatura entre tais variáveis e o nível de endividamento empresarial, bem como a justificação para a não inclusão das mesmas no contexto das variáveis independentes anteriormente divulgadas, encontram-se definidas nas linhas que se seguem¹⁴⁷.

- **Grau de conservadorismo e secretismo (q1, q2 e q3)**

O atributo relativo ao grau de conservadorismo e secretismo utilizado neste estudo baseia-se nas respostas às três primeiras questões da parte I obtidas a partir da condução de um questionário (questionário III). Os estudos relativos à influência da cultura sobre

¹⁴⁷ Na identificação das variáveis, dada a diversidade de estudos relacionados com esta matéria, serão prioritariamente identificados os estudos nacionais e internacionais relacionados com a estrutura de capital das PME, bem como os estudos que utilizam a cultura na explicação das diferenças em torno da estrutura de capital no contexto dos países. Em ambos os casos, tais estudos encontram-se mais detalhadamente apresentados no capítulo 3. As PME e o financiamento empresarial.

a estrutura de capital têm adotado, frequentemente, uma abordagem multi-países, tendo por base a utilização de índices de valores culturais estabelecidos em estudos anteriores, designadamente, os índices de valores culturais de Hofstede (1980, 2001) e de Schwartz (1994a, 1999). Incluem-se nestes exemplos os estudos de Antonczyk *et al.* (2010, 2011), Antonczyk e Salzmann (2012), Chui *et al.* (2002), Chang *et al.* (2012), Gleason *et al.* (2000), Jensen e Uhl (2008), Rihab e Lofti (2011), Wang e Esqueda (2013) e Zheng *et al.*, 2012 para os quais a aversão ao risco e/ou o nível de secretismo geralmente apresenta uma relação inversa com o nível de endividamento (total ou de longo prazo)¹⁴⁸.

Note-se que, para além das questões gerais associadas ao conservadorismo e ao secretismo, identificadas na questão 1 da parte I do questionário, foram introduzidas duas questões relacionadas com a importância atribuída a determinados fatores que devem ser tidos em conta no processo de obtenção de financiamento e com determinados aspetos da gestão empresarial. Estudos baseados, designadamente, nas proposições de Barton e Gordon (1987), como o estudo publicado em Portugal por Serrasqueiro (2003) têm procurado, ainda, analisar as decisões de financiamento dos gestores com base em fatores motivacionais. No que diz respeito aos fatores associados ao financiamento, foram particularmente introduzidas as questões associadas ao conservadorismo e secretismo já anteriormente discutidas e referidas na literatura sobre o tema, como a partilha da sociedade com terceiros, os benefícios fiscais associados ao endividamento, custos do processo, exigências de informação associadas, manutenção do centro de decisões e minimização de riscos (AECA, 2011; Antonczyk e Salzmann, 2012; Baldi, 2007; Serrasqueiro, 2003; Vieira e Novo, 2010).

Uma vez que o endividamento remunerado está associado a um maior risco de falência, tendo em conta os custos envolvidos, é expectável que os referidos valores estejam associados a um menor nível de endividamento com tal característica. Assim, e tendo em conta a relação identificada entre o grau de conservadorismo e secretismo e o endividamento a partir da revisão de literatura efetuada, foi definida a seguinte hipótese:

H1.1: O grau de conservadorismo e secretismo encontra-se negativamente (positivamente) relacionado com o nível endividamento remunerado (não remunerado).

¹⁴⁸ Exceção feita ao estudo de Chang et al. (2012), que identifica uma relação negativa entre a aversão ao risco de Hofstede (2001) e o endividamento de curto prazo.

- **Recurso ao *public equity* e ao *private equity* (q6)**

No contexto do desenvolvimento teórico deste estudo, esta variável encontra-se relacionada com o conservadorismo e ao secretismo, uma vez que as questões associadas aos referidos valores foram definidas tendo presente as características que cercam as fontes de financiamento associadas com o *public equity* e ao *private equity* (AECA, 2011; Anni, 2009; Antonczyk e Salzmann, 2012; Baldi, 2007; Serrasqueiro, 2003). Serrasqueiro (2003), num estudo realizado em Portugal, sugere que as fontes externas de capital próprio, como o capital de risco, assumem menor importância no contexto das empresas que apresentam um maior desejo de manutenção da estrutura de propriedade.

Baldi (2007), por sua vez, identifica que as empresas com baixo perfil de risco apresentam maiores restrições à escolha de fontes de financiamento alternativas, como o recurso ao *private equity*.

De acordo com Anni (2009), a utilização de capital de risco reduz as assimetrias de informação, por um lado, sugerindo ainda que mais facilmente a empresa atinge a estrutura ótima de capital em função da variedade de instrumentos disponíveis à entidade.

Antonczyk e Salzmann (2012), num estudo multi-países, utilizaram a variável dependente capital de risco através de um índice de disponibilidade desse recurso entre os países, tendo como variáveis independentes, entre outras, índices culturais do individualismo e da aversão ao risco propostas por Hofstede (1980).

Nesse sentido, foi incluída uma questão mais específica relacionada com a identificação das empresas que consideram ou já consideraram a possibilidade de recursos às referidas fontes, identificada assim com um menor ou maior conservadorismo e secretismo (consoante a resposta afirmativa ou negativa, respetivamente) e, conseqüentemente, um maior ou menor nível de endividamento remunerado.

Assim, e em linha com a associação anteriormente proposta para o grau de conservadorismo e secretismo, a relação identificada entre esta variável e o endividamento, foi definida a seguinte hipótese:

H1.2: O recurso ao <i>public</i> e/ou ao <i>private equity</i> como opção de financiamento encontra-se negativamente (positivamente) relacionado com o nível endividamento remunerado (não remunerado).

- **Empresas não familiares (NFAM)**

Esta variável, assim como a seguinte, foram introduzidas no estudo como uma medida de associação ao risco relacionada com os conflitos de agência, à luz da teoria proposta, designadamente, por Jensen e Meckling (1976). A referida variável é utilizada em estudos que analisam o nível de endividamento das empresas familiares, como os estudos desenvolvidos por Ang *et al.* (2000), Anni (2009) e Romano *et al.* (2001) e, no contexto nacional, o estudo realizado por Correia (2003), sendo geralmente utilizada como uma variável *dummy* ou com base na percentagem de detenção de capital pelos membros familiares.

A detenção da empresa por membros familiares sob o ponto de vista de Ang *et al.* (2000) encontra uma associação positiva com o nível do endividamento, correspondendo às expectativas da teoria da agência. Tal associação identifica-se com o facto de que será preferível a obtenção de endividamento externo à entrada de novos sócios/acionistas na empresa até ao limite em que se possa evitar o risco de falência.

Níveis elevados de endividamento, assim como o risco de incumprimento, incentivam os credores a controlar mais de perto a empresa (Ang *et al.*, 2000). Nesse sentido, no contexto das PME, tais constatações levaram os autores a identificar a existência de uma maior aversão ao risco e atitudes secretistas relacionadas, nomeadamente, com o receio pela perda de controlo e pelo risco de falência.

Assim, é expectável que as empresas familiares apresentem-se com características de maior conservadorismo/secretismo precisamente pelo facto anteriormente referido, isto é, resistência à entrada e/ou receio de perda de controlo. Baldi (2007) identifica em seu estudo que as empresas que utilizam maioritariamente capitais internos apresentam uma estrutura de governação baseada na relação entre membros familiares.

Do mesmo modo, e tendo por base a teoria do *pecking order*, as empresas familiares, mais avessas ao risco, tendem a inicialmente optar pela utilização de recursos gerados internamente, seguindo-se a esta fonte o recurso ao endividamento e só, numa fase final, a entrada de novos sócios. Esta mesma relação é defendida em linhas gerais por Barton e Gordon (1987) em uma de suas proposições. Assim, a hipótese definida para este estudo identifica-se com as relações já identificadas entre o grau de conservadorismo e secretismo e o endividamento, sendo definida, nesse sentido, a seguinte hipótese:

H1.3: As empresas detidas maioritariamente por membros não familiares apresentam uma relação negativa (positiva) com o nível endividamento remunerado (não remunerado).

- **Participação dos proprietários nos órgãos de gestão (PART)**

Esta variável encontra-se igualmente associada à teoria da agência proposta por Jensen e Meckling (1976). No contexto deste estudo, a referida variável identifica a existência de proprietários que atuam como gestores e, nesse sentido, quanto maior a percentagem de participação de proprietários nos órgãos de gestão, menores serão os conflitos de agência entre os proprietários e os gestores. Correia (2003), designadamente, no âmbito de um estudo nacional relativo às empresas familiares, utiliza uma variável *dummy* similar, relacionada com a participação de diretores financeiros como membros familiares. Outros exemplos similares da sua utilização são encontrados nos estudos de Ang *et al.* (2000), Anni (2009) e Chang *et al.* (2012).

De acordo com Ang *et al.* (2000), os custos de agência são mais elevados quando o número de gestores não proprietários é maior, em linha com as proposições de Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983). Por outro lado, e de acordo com a revisão de literatura efetuada por Correia (2003), os gestores profissionais apresentam maior preocupação com os resultados, na medida em que o seu poder não decorre da propriedade, adotando, no entanto, estratégias de crescimento mais agressivas. Assim, e tal como sucede nas empresas familiares, sugere-se que os riscos associados ao gestor proprietário são maiores, na medida em que a estes cabe o risco de perda da propriedade.

Nesse sentido, e no âmbito do modelo teórico então proposto, a associação entre a participação dos proprietários nos órgãos de gestão e o conservadorismo, por um lado, conduz à existência de uma associação negativa entre a referida variável e o nível de endividamento remunerado, definindo-se para o efeito a seguinte hipótese:

H1.4: As empresas onde os proprietários participam na gestão apresentam uma relação negativa (positiva) com o nível de endividamento remunerado (não remunerado).

- **Importância e utilidade da informação financeira (q4, q5)**

A variável acima referida encontra-se associada ao endividamento por intermédio da sua ligação aos valores do conservadorismo e do secretismo, mais especificamente, no âmbito dos modelos das dimensões culturais propostos, designadamente, por Hofstede-Gray. Assim, na ótica de Baydoun e Willett (1995), o conservadorismo encontra mais pertinência com as questões relacionadas com a qualidade da informação divulgada, estando por isso associada a características físicas, tais como a objetividade, a

verificabilidade, a fiabilidade, a neutralidade e a substância sobre a forma, ao passo que o secretismo, por sua vez, encontra relação com as características ligadas à quantidade dos itens divulgados no relato financeiro, designadamente, a apresentação em formas agregadas ou desagregadas da informação. Relacionam-se, ainda, com a análise dos atributos da responsabilidade (*accountability*) e da utilidade da decisão baseada na informação financeira (*decision usefulness*).

Nesse contexto, o conservadorismo e o secretismo encontram-se mais associados aos sistemas contabilísticos dos países cuja contabilidade apresenta-se intimamente ligada à fiscalidade e, como tal, com características de menor utilidade e relevância para efeitos de tomada de decisão, enquadramento apontado pela literatura, em particular, aos países do denominado sistema continental, onde Portugal encontra-se classificado (Haller e Walton, 2003¹⁴⁹ *apud* Carmo *et al.*, 2011b).

Os estudos multi-países realizados, designadamente, por Antonczyk *et al.* (2010, 2011) e Antonczyk e Salzmann (2012) utilizaram, através de dados obtidos a partir de um questionário, uma variável associada à força das normas de relato financeiro e da auditoria externa de cada país em análise. Também Antonczyk *et al.* (2010) incluíram em seu estudo uma variável independente associada à informação financeira obtida a partir de um índice relativo à qualidade da auditoria e normas de relato dos países. Os autores destacam a importância da utilização da referida variável como uma variável específica dos países, uma vez “que pode diferir consideravelmente de país para país”¹⁵⁰.

Assim, tendo em conta a relação identificada a partir da revisão de literatura efetuada, foi definida a seguinte hipótese:

H1.5: As empresas que atribuem maior importância e utilidade à informação financeira apresentam uma relação negativa (positiva) com o nível de endividamento remunerado (não remunerado).

¹⁴⁹ Haller, A. e Walton, P. (2003). Country differences and Harmonization In, Walton, P.; Haller, A.; Raffournier, B. *International Accounting*. 2º ed. Londres, Thomson Learning.

¹⁵⁰ Note-se, por outro lado, que a importância e utilidade atribuída à informação financeira também permite, no pressuposto de maior qualidade da informação financeira divulgada ao exterior, atenuar os efeitos das assimetrias informacionais (Ross, 1977; Leland e Pyle, 1977). Tal entendimento encontra-se caracteristicamente associado como mais relevante, no contexto do endividamento bancário, às entidades de menor dimensão (Carmo *et al.*, 2011a; Nogueira e Muñoz, 2007). No entanto, dada a característica da amostra em causa, para as quais encontra-se atribuído o estudo de “PME Líder” pelas entidades bancárias, é razoável considerar-se que o efeito das assimetrias informacionais associadas à qualidade da informação financeira não se apresenta relevante nesse contexto.

- **Setor de atividade (SEC)**

O setor de atividade constitui-se como uma variável habitualmente utilizadas em associação com as teorias relativas à estrutura de capital ou, mais especificamente, como uma variável de controlo. Encontram-se entre exemplos da sua utilização os estudos propostos por Ang *et al.* (2000), Antonczyk *et al.* (2011), Bastos e Ramalho (2011), Chui *et al.* (2002), Correia (2003), Lopez-Gracia e Aybar-Arias (2000), Marques e Morgado (2004), Romano *et al.* (2001), Serrasqueiro (2000) e Serrasqueiro *et al.*, 2011.

Refira-se que, neste estudo, os setores foram agrupados em torno dos três setores mais representativos das PME em termos dos principais indicadores, nomeadamente, o “Comércio”, a “Indústria” e a “Construção”, agrupando-se as restantes empresas num agregado denominado “Outros Setores”, maioritariamente compostos por empresas do setor dos Serviços. Na sequência, foram criadas variáveis *dummies* identificativas do setor de atividade, tendo-se o primeiro setor (o comércio) como setor de referência.

No contexto da literatura sobre o tema, o setor de atividade ajuda a explicar os setores geradores de elevados fluxos de caixa, evitando, assim, o recurso ao endividamento, como os contributos de Jensen (1986) e Stulz (1990), ou os setores associados a maiores riscos de falência, nomeadamente, os setores ligados à tecnologia, que apresentam, por seu turno, maior dificuldade na contração de endividamento (Myers, 1993).

Harris e Raviv (1990, 1991) destacam igualmente a influência do setor na determinação da estrutura de capital em contextos específicos de análise, identificando que as empresas do mesmo setor apresentam tendencialmente níveis de endividamento similares. Myers (1984) define igualmente que a natureza dos ativos e os riscos associados variam consoante o setor de atividade e, nesse sentido, a relação entre o risco e o endividamento pode ser definido através da seguinte hipótese:

H1.6: O setor de atividade encontra-se positivamente/negativamente relacionado com o nível de endividamento remunerado/não remunerado, consoante as características específicas dos setores em análise.

- **Maturidade (AGE)**

A variável utilizada neste estudo será medida através do número de anos que decorre desde o ano de constituição da sociedade até ao de referência dos dados económico-financeiros extraídos em cada período, como proposto, designadamente, por Ang *et al.*

(2000), Anni (2009), Antonczyk *et al.* (2010, 2011), Bastos e Ramalho (2011), Correia (2003), Hall *et al.* (2004), Jensen e Uhl (2008), Kearney *et al.*, (2012), Marques e Morgado (2004), Ramalho e Silva (2009), Rebelo (2003), Romano *et al.* (2001), Serrasqueiro (2000), Serrasqueiro *et al.* (2011), Sogorb-Mira e Lopez-Gracia (2003) e Vieira e Novo (2010).

A variável reputação encontra-se em geral associada à maturidade por habitualmente ser a idade da empresa utilizada como a melhor *proxy* para a identificação da notoriedade da empresa, relação enfatizada, designadamente, por Diamond (1989, 1991) à luz da teoria da agência.

A reputação da empresa apresenta-se para os credores como uma função de garantia de continuidade e, bem assim, do cumprimento dos compromissos assumidos, eliminando, assim, os efeitos da assimetria de informação, sendo por tal facto expectável a existência de uma associação positiva entre a referida variável e o nível de endividamento.

Por outro lado, e na ótica de Petersen e Rajan (1994), e tendo por base a teoria do *pecking order*, as empresas com uma maior maturidade tendem a acumular resultados, recorrendo, desse modo, a um menor nível de endividamento externo. Anni (2009), designadamente, destaca em seu estudo que, contrariamente às previsões associadas à teoria da agência, a maturidade apresenta uma relação negativa com o endividamento de longo prazo, financiando a suas atividade através da retenção de fluxos de caixa.

Nesse sentido, é igualmente possível identificar estudos que suportam a associação negativa entre a maturidade e o endividamento (Correia, 2003; Sogorb-Mira e Lopez-Gracia, 2003 e Vieira e Novo, 2010), sendo esta a relação proposta na sequência¹⁵¹:

H1.7: A maturidade encontra-se negativamente relacionada com o nível de endividamento remunerado/não remunerado.

- **Benefícios fiscais não associados ao endividamento (BEN)**

Esta variável, igualmente utilizada por Bastos e Ramalho (2011), Correia (2003), Jensen e Uhl (2008), Ramalho e Silva (2009), Rebelo (2003), Serrasqueiro *et al.* (2011), Silva Junior (2012), Sogorb-Mira e Lopez-Gracia (2003) e Vieira e Novo (2010), no entanto, embora seja relativamente consensual os gastos de depreciação/amortização como

¹⁵¹ A referida proposição tem por base o pressuposto de que os efeitos da assimetria de informação não se apresentam relevantes neste estudo.

numerador do rácio utilizado como *proxy*, o mesmo não se pode dizer relativamente ao denominador, em que é possível identificar a utilização do EBITDA (Silva Junior, 2012; Sogorb-Mira e Lopez-Gracia, 2003), do EBIT (Correia, 2003) e do ativo (Jensen e Uhl, 2008; Rebelo, 2003; Serrasqueiro *et al.*, 2011 e Vieira e Novo, 2010), sendo este último o indicador utilizado neste estudo.

A utilização da variável “benefícios fiscais não associados ao endividamento” encontra-se diretamente relacionada com a teoria da fiscalidade e dos custos de falência, inicialmente proposta por Modigliani e Miller (1963) e posteriormente desenvolvida por DeAngelo e Masulis (1980). Na base da referida teoria, a poupança fiscal (dedutibilidade em termos fiscais) associada ao custo da dívida é benéfica, até ao nível em que os resultados da empresa consigam absorver este efeito de poupança. O endividamento excessivo aumenta a probabilidade de inutilização de outros benefícios fiscais não decorrentes em exclusivo do endividamento. DeAngelo e Masulis (1980) sugerem assim a existência de uma associação negativa, na medida em que, na existência de outros benefícios fiscais não relacionados com o recurso à dívida será preferível a obtenção do benefício por esse mecanismo em detrimento de um maior endividamento, que por sua vez promove o risco de falência.

A variável encontra suporte e ênfase, em particular, na base da denominada teoria do *trade-off* (Myers: 1984). Tendo em conta a referida teoria, as empresas com maiores benefícios fiscais não associados ao endividamento tendencialmente apresentaram uma maior preferência pelo endividamento não remunerado, na medida em que não necessitam dos benefícios fiscais provenientes dos custos associados ao endividamento remunerado, que proporcionam um maior risco de falência.

Relações negativas (Correia, 2003; Vieira e Novo, 2010; Wald, 1999) e positivas (Bradley *et al.*, 1984; Vieira e Novo, 2010¹⁵²) entre a referida variável e o endividamento foram reportadas pela literatura nacional e internacional, o que leva a que, tendo em conta as características do endividamento analisado neste estudo, seja proposta a seguinte hipótese:

H1.8: Os benefícios fiscais não associados ao endividamento encontram-se negativamente (positivamente) relacionados com o nível de endividamento remunerado (não remunerado).

¹⁵² Relação positiva obtida relativamente ao endividamento de longo prazo e negativa relativamente ao endividamento de curto prazo, em estudo realizado no contexto das PME nacionais.

- **Valor de garantia dos ativos (COL)**

Os rácios habitualmente utilizados como *proxy* do referido indicador são compostos no denominador pelo total do ativo tendo, como numerador, um dos seguintes indicadores: o total de ativos fixos, o total de ativos fixos tangíveis, o total de ativos fixos tangíveis e intangíveis ou, ainda, o total de ativos fixos tangíveis adicionado dos inventários (Anni, 2009; Antonczyk *et al.*, 2010; Bastos e Ramalho, 2011; Chui *et al.*, 2002; Correia, 2003; Ferreira, 2010; Gleason *et al.*, 2000; Hall *et al.*, 2004; Kearney *et al.*, 2012; Jensen e Uhl, 2008; Li *et al.*, 2011; Marques e Morgado, 2004; Ramalho e Silva, 2009; Rebelo, 2003; Rihab e Lofti, 2011; Rogo, 2007; Silva Junior, 2012; Sogorb-Mira e Lopez-Gracia, 2003; Vieira e Novo, 2010).

No âmbito das teorias relacionadas com a estrutura de capitais, o valor de garantia dos ativos encontra-se referenciada quer no contexto das teorias relativas às teorias da fiscalidade e dos custos de falência (a teoria do *trade-off*), quer no contexto da teoria da agência, que tem em conta as estruturas da propriedade e de governao das sociedades, estendendo-se ainda  teoria do *pecking order*.

As hipóteses de associao apresentam-se, no entanto, divergentes, identificando-se estudos que constatarem a existência de uma associao negativa entre a referida variável e o endividamento (Barton e Gordon, 1988; Booth *et al.*, 2001; Vieira e Novo, 2010) mas também estudos que identificaram associaes positivas (Bastos e Ramalho, 2011; Constand *et al.*, 1991; Frank e Goyal, 2003; Jordan *et al.* 1988; Rajan e Zingales, 1995; Ramalho e Silva, 2009; Silva Junior, 2012; Titman e Wessels, 1988; Wald, 1999).

DeAngelo e Masulis (1980), no contexto das teorias relacionadas com a fiscalidade, relacionam a referida variável com os benefícios fiscais não associados ao endividamento, prevendo uma relao negativa com o endividamento na medida em que a utilizao de tais ativos evita o recurso ao endividamento como forma de obteno de benefício fiscal (isto , limita a utilizao dos benefícios fiscais associados ao endividamento remunerado). Por outro lado, no contexto da teoria da agência, Jensen e Meckling (1976) defendem que a utilizao de ativos como garantia de passivos limita as aes dos gestores  utilizao dos fundos (*free cash-flows*) destinados a projetos específicos, favorecendo o endividamento e estabelecendo, assim, uma relao positiva. Myers (1977) sugere que as empresas que investem mais decisivamente em ativos fixos tangíveis têm maior facilidade em contrair endividamento, uma vez que em caso de falência tais ativos mantm mais facilmente o seu valor, opinião igualmente suportada,

designadamente, por Scott (1976). Os autores propõem, desse modo, e no mesmo sentido, uma relação positiva entre a referida variável e o nível de endividamento, visto que tais empresas suportam ainda menores custos de falência comparativamente com as empresas que investem mais fortemente em ativos intangíveis (Myers, 1993).

Nesse sentido, a relação positiva anteriormente identificada vê-se igualmente fortalecida num contexto de assimetrias informacionais referenciada em vários estudos (Berger e Udell, 1998), abordagem corroborada pela teoria do *pecking order*.

Note-se, nesse sentido, que o valor de garantia dos ativos assume relevo, em particular, no contexto do endividamento remunerado, tendo em conta a maior dificuldade na obtenção de endividamento remunerado comparativamente com o endividamento não remunerado, uma vez que o primeiro envolve, em geral, a necessidade de prestação de maiores garantias. Nesse sentido, e em linha com os desenvolvimentos teóricos subjacentes à teoria do *pecking order*, foi definida a seguinte hipótese:

H1.9: O valor de garantia dos ativos encontra-se positivamente relacionado com o nível de endividamento remunerado/não remunerado.

- **Crescimento (CRE)**

A variável crescimento, tal como a variável rendibilidade, apresenta-se igualmente frequente na literatura sobre o tema (Anni, 2009; Antonczyk *et al.*, 2010; Antonczyk *et al.*, 2011; Bastos e Ramalho, 2011; Chang *et al.*, 2012; Correia, 2003; Fernandes *et al.*, 2010; Hall *et al.*, 2004; Jensen e Uhl, 2008; Kearney *et al.*, 2012; Li *et al.*, 2011; Marques e Morgado, 2004; Ramalho e Silva, 2009; Rebelo, 2003; Serrasqueiro *et al.*, 2011; Silva Junior, 2012; Sogorb-Mira e Lopez-Gracia, 2003; Vieira e Novo, 2010; Zheng *et al.*, 2012). No entanto, os indicadores utilizados como *proxies* para a referida variável apresentam-se mais divergentes e menos consensuais, identificando-se, entre outros, o crescimento do ativo, o crescimento das imobilizações, o crescimento do volume de negócios, o *market to book ratio*, o peso dos intangíveis no total do ativo e o rácio de *Tobin's Q*. A opção deste estudo recaiu sobre o crescimento anual do ativo, em linha com Bastos e Ramalho (2011), Jensen e Uhl (2008), Ramalho e Silva (2009), Rebelo (2003), Silva Junior (2012) e Vieira e Novo (2010).

Os estudos que defendem a existência de uma associação negativa entre o crescimento e o endividamento têm por base a possibilidade de problemas de subinvestimento associado a elevadas oportunidades de crescimento, resultando em custos de agência

igualmente elevados, opinião defendida, designadamente, por Jensen e Meckling (1976) e Stulz (1990) no contexto da teoria da agência.

Embora alguns estudos tenham identificado uma associação negativa entre o crescimento e o endividamento (Barton e Gordon, 1988; Kim e Sorensen, 1986; Rajan e Zingales, 1995; Rebelo, 2003), a associação positiva definida para este estudo segue igualmente os desenvolvimentos subjacentes à teoria do *pecking order* proposta por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), tendo em conta que o recurso ao endividamento é realizado para financiar o crescimento (ou as oportunidades de investimento) quando a capacidade de geração de recursos internos (rendibilidade) torna-se insuficiente. A associação positiva foi validada em termos empíricos, designadamente, por Titman e Wessels (1988), Jordan *et al.* (1988) e Sogorb-Mira e Lopez-Gracia (2003), assim como Ramalho e Silva (2009) e Vieira e Novo (2010), em estudos realizados no contexto nacional.

Assim, segundo o pressuposto que se encontra na base do modelo adotado neste estudo, definido à luz da teoria do *pecking order*, uma empresa só recorrerá ao endividamento se não houver possibilidade de financiar-se com base na geração de recursos próprios ou se o financiamento com base em tais recursos não for suficiente para financiar o seu crescimento. Nesse sentido, e em linha com a associação identificada entre os valores do conservadorismo e do secretismo, por um lado, e as opções de financiamento, por outro, espera-se que, havendo capacidade de financiar o crescimento com base na geração de recursos internos, uma empresa evitará o recurso ao endividamento.

Nesse sentido, foi definida a seguinte hipótese relacionada com a variável crescimento:

H1.10: O crescimento encontra-se positivamente relacionado com o nível de endividamento remunerado/não remunerado.

- **Dimensão (DIM)**

A dimensão empresarial constitui uma das variáveis mais consensualmente utilizada nos estudos relacionados com a análise da estrutura de capital (Ang *et al.*, 1980; Anni, 2009; Antonczyk *et al.*; 2010, 2011; Bastos e Ramalho, 2011; Chang *et al.*, 2012; Chui *et al.*, 2002; Correia, 2003; Ferreira, 2010; Gleason *et al.*, 2000; Hall *et al.*, 2004; Li *et al.*, 2011; Lopez-Gracia e Aybar-Arias, 2000; Ramalho e Silva, 2009; Rebelo, 2003; Rihab e Lofti, 2011; Rogão, 2007; Romano *et al.*, 2001; Serrasqueiro *et al.*, 2011; Silva Junior, 2012; Sogorb-Mira e Lopez-Gracia, 2003; Vieira e Novo, 2010; Zheng *et al.*, 2012).

Entre os indicadores habitualmente utilizados como *proxies* para a referida variável em tais estudos encontram-se o total do ativo e o volume de negócios (vendas e prestações de serviços), em ambos os casos sujeitos a logaritmação natural, tendo este estudo utilizado esta segunda variável, tal como Bastos e Ramalho (2011), Chui *et al.* (2002), Gleason *et al.* (2000), Jensen e Uhl (2008), Li *et al.* (2011), Ramalho e Silva (2009) e Serrasqueiro *et al.* (2011).

Embora não seja consensual as evidências empíricas identificadas pela literatura, sendo possível encontrar estudos que referem a existência de uma associação negativa (Kim e Sorensen, 1986; Titman e Wessels, 1988), os estudos apresentam, mais frequentemente, hipóteses de associação positiva entre a referida variável e o nível de endividamento (Bastos e Ramalho, 2011; Berger e Udell, 1998; Booth *et al.*, 2001; Fama e French, 2002; Jordan *et al.* 1988; Hall *et al.*, 2004; Harris e Raviv, 1990; Myers, 1977, 1984; Myers e Majluf, 1984; Rajan e Zingales, 1995; Ramalho e Silva, 2009; Scott, 1976; Silva Junior, 2012; Sogorb-Mira e Lopez-Gracia, 2003; Vieira e Novo, 2010), na medida em que a dimensão da empresa encontra-se de algum modo associada ao valor de garantia dos ativos. Sob o referido ponto de vista, quanto maior a dimensão empresarial, maiores serão as garantias de cumprimento prestadas pela entidade (Scott, 1976), relação desenvolvida no âmbito da teoria do *trade-off*.

No contexto da teoria da agência, Fama e Jensen (1983) argumentam que as empresas de maior dimensão e de estrutura empresarial e níveis de decisões hierárquicas mais complexas apresentam um maior nível de informação. Rajan e Zingales (1995), por sua vez, argumentam que as empresas de maior dimensão apresentam menores riscos de falência, tendo maior possibilidade de diversificação das fontes de financiamento. Nesse sentido, as empresas de maior dimensão apresentam menor exposição à informação assimétrica, potenciando assim o recurso e à diversificação das fontes de financiamento, elemento que se encontra, por sua vez, associado à teoria do *pecking order* (Myers, 1984).

Tendo em conta a relação identificada a partir da revisão de literatura efetuada, foi definida a seguinte hipótese, similar à definida no contexto do valor de garantia dos ativos:

H1.11: A dimensão da empresa encontra-se positivamente relacionada com o nível de endividamento remunerado/não remunerado.

- **Liquidez (LIQ)**

A variável liquidez apresenta-se como uma variável utilizada com menor frequência nos estudos relacionados com a estrutura de capital. Entre os estudos que utilizaram a variável liquidez na análise da estrutura de capital das empresas identificam-se os contributos de Antonczyk *et al.* (2010), Antonczyk *et al.* (2011), Bastos e Ramalho (2011), Chang *et al.* (2012), Li *et al.* (2011), Ramalho e Silva (2009) e Sogorb-Mira e Lopez-Gracia (2003), ainda que se apresente diversa a forma de determinação da referida variável através dos indicadores económico-financeiros utilizados. No contexto deste estudo, a variável encontra-se definida com base na proposta de Bastos e Ramalho (2011) e Ramalho e Silva (2009).

Na base da teoria do *pecking order*, se as empresas preferem o recurso ao autofinanciamento, tendencialmente irão preferir a manutenção de elevados níveis de liquidez, que lhes permitam evitar o recurso ao endividamento (Myers e Majluf: 1984). A associação negativa foi identificada, designadamente, por Bastos e Ramalho (2011) e Ramalho e Silva (2009) em estudo efetuado no contexto nacional e por Sogorb-Mira e Lopez-Gracia (2003) a partir de um estudo realizado com PME da Espanha.

Com base na relação identificada a partir da revisão de literatura efetuada, foi então definida a seguinte hipótese:

H1.12: A liquidez encontra-se negativamente relacionada com o nível de endividamento remunerado/não remunerado.

- **Rendibilidade (RET)**

A variável rendibilidade, tal como a dimensão, constitui uma das variáveis mais habitualmente utilizadas em estudos relacionados com a explicação da estrutura do capital das empresas (Anni, 2009; Antonczyk *et al.*, 2010; Antonczyk *et al.*, 2011; Bastos e Ramalho, 2011; Chui *et al.*, 2002; Chang *et al.*, 2012; Correia, 2003; Ferreira, 2010; Hall *et al.*, 2004; Jensen e Uhl, 2008; Kearney *et al.*, 2012; Li *et al.*, 2011; Marques e Morgado, 2004; Ramalho e Silva, 2009; Rebelo, 2003; Rihab e Lofti, 2011; Rogão, 2007; Serrasqueiro *et al.*, 2011; Silva Junior, 2012; Sogorb-Mira e Lopez-Gracia, 2003; Vieira e Novo, 2010), ainda que não seja consensual a seleção dos indicadores económico-financeiros utilizados para o efeito.

As teorias relacionadas com a informação assimétrica defendem uma associação positiva entre a rendibilidade e o endividamento como um efeito de sinalização dos

projetos rentáveis (Leland e Pyle, 1977; e Ross, 1977). A teoria do *trade-off* defende igualmente uma associação positiva, na medida em que maiores níveis de resultados conduzem a um melhor aproveitamento dos benefícios fiscais.

Embora alguns estudos tenham identificado uma associação positiva entre a rentabilidade e o endividamento (Barton e Gordon, 1988; Frank e Goyal, 2003) a associação negativa apresenta maior comprovação empírica em estudos relativos à estrutura do capital, quer em estudos nacionais quer em estudos realizados em outros países, incluindo estudos realizados no contexto específico das PME (Bastos e Ramalho, 2011; Booth *et al.*, 2001; Correia, 2003; Fernandes *et al.*, 2010; Hall *et al.*, 2004; Jensen e Uhl, 2008; Jordan *et al.*, 1998; Lopez-Gracia e Aybar-Arias, 2000; Rajan e Zingales, 1995; Ramalho e Silva, 2009; Rebelo, 2003; Rogão, 2007; Serrasqueiro, 2000; Silva Junior, 2012; Titman e Wessels, 1988; Vieira e Novo, 2010; Wald, 1999; Watson e Wilson, 2002).

Destaque-se, nesse sentido, o estudo multi-países realizado por Hall *et al.* (2004), que identifica os casos específicos de Portugal e Bélgica em que a rentabilidade encontra-se negativamente relacionada com o endividamento, sugerindo a preferência pela utilização de recursos gerados internamente, em detrimento de capitais alheios, bem como o estudo de Jensen e Uhl (2008), em ambos os casos desenvolvidos com uma amostra específica de PME europeias.

A associação negativa proposta para este estudo, no entanto, encontra-se em linha com os desenvolvimentos propostos na teoria do *pecking order* por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), na medida em que as empresas mais rentáveis evitam mais frequentemente o recurso ao endividamento.

Nesse sentido, foi definida a seguinte hipótese relacionada com a variável rentabilidade:

H1.13: A rentabilidade encontra-se negativamente relacionada com o nível de endividamento remunerado/não remunerado.

- **Risco (RIS)**

A inclusão desta variável assume importância na medida em que permite identificar a influência do risco da empresa sob o ponto de vista dos credores, contrariamente à identificação da maior ou menor assunção do risco por parte dos proprietários e gestores, subjacente à definição das variáveis associadas ao conservadorismo.

As variáveis utilizadas como *proxy* para o risco, bem como a sua forma de determinação, não se apresentam, no entanto, consensuais, identificando-se maioritariamente o desvio-padrão do volume de negócios ou da rendibilidade dos ativos ou a utilização de um coeficiente de dispersão do volume de negócios (Antonczyk *et al.*, 2010; Antonczyk *et al.*, 2011; Anni, 2009; Correia, 2003; Vieira e Novo, 2010).

Do mesmo modo, a relação entre a referida variável e o endividamento não é consensual na literatura, identificando-se alguns autores que suportam a existência de relações positivas (Kim e Sorensen, 1986; Myers, 1977; Silva Junior, 2012; Toy *et al.*, 1974; Vieira e Novo, 2010) e outras relações negativas (Bradley *et al.*, 1984; Chung, 1993; Frank e Goyal, 2003; Leland e Pyle, 1977; Vieira e Novo, 2010¹⁵³).

Na medida em que um menor risco da empresa promove, na ótica dos credores, uma maior garantia aos credores do cumprimento do endividamento, no contexto deste estudo espera-se uma relação negativa entre esta variável e o nível de endividamento (Correia, 2003; Ferreira, 2010; Rebelo, 2003; Silva Junior, 2012; Sogorb-Mira e Lopez-Gracia, 2003; Vieira e Novo, 2010), foi definida a seguinte hipótese:

H1.14: O risco da empresa encontra-se negativamente relacionado com o nível de endividamento remunerado/não remunerado.

O próximo capítulo apresenta as técnicas estatísticas utilizadas na condução deste estudo.

¹⁵³ Relação positiva obtida relativamente ao endividamento de longo prazo e negativa relativamente ao endividamento de curto prazo, em estudo realizado no contexto das PME nacionais.

10. Métodos e técnicas de análise utilizados

Este trabalho utiliza, em termos metodológicos, diferentes abordagens para a análise da informação. As técnicas estatísticas utilizadas para a análise dos dados recolhidos encontram-se identificadas nas linhas seguintes.

Assim, no que diz respeito à análise univariada, serão utilizadas neste estudo técnicas de estatística descritiva e de análise exploratória dos dados. Para o efeito, serão utilizadas análises de frequência e medidas descritivas (e.g. média, mediana e desvio padrão) consoante à adequação da sua análise às variáveis em estudo. De acordo com Murteira *et al.* (2008), utilizando-se a estatística descritiva e a análise exploratória de dados, cada variável é tratada separadamente (análise univariada).

Existem diferentes métodos de análise multivariada com finalidades bem diversas entre si, dependendo da informação que se pretende obter relativamente aos dados recolhidos. De acordo com Souza e Peñaloza (2005), o questionário como instrumento de recolha de dados pode ser analisado quer em termos de utilidade quer em termos de fiabilidade dos dados, definidos nos seguintes termos:

- (i) A validade é a adequação do instrumento ou, em última instância, a pertinência dos resultados ou medidas por ele produzidos para medir aquilo que se pretende;
- (ii) A fiabilidade, por sua vez, é a consistência ou a estabilidade estatística das medidas quando estas são obtidas por repetição e mantidas imutáveis as condições sob as quais são geradas.

No primeiro caso, a utilização do KMO (*Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy*) e do teste de esfericidade de Barlett são estatísticas igualmente relevantes na análise da validade dos dados. O valor de KMO situa-se entre 0 e 1, e quanto mais próximo da unidade maior será a adequação (validade) dos dados para a análise em estudo. Para o teste de KMO aceita-se um valor superior de 0,6 como razoável (Pereira, 2008). O teste de esfericidade de Barlett tem uma distribuição assintótica do tipo χ^2 , para o qual é rejeitada a hipótese nula que afirma não haver correlação entre as variáveis iniciais.

No segundo caso, a análise do coeficiente de fiabilidade alfa de Cronbach, doravante designado simplesmente alfa (α), pode ser utilizada para avaliar a fiabilidade do agrupamento de determinados itens, nomeadamente, as questões desenvolvidas no questionário, em torno das variáveis latentes propostas (o conservadorismo e o

secretismo). O valor de α pode ser definido da seguinte forma, sendo K o número de itens em análise:

$$(2) \alpha = \frac{(K) \times (\Sigma \text{das variâncias de cada item})}{(K-1) \times (\Sigma \text{da variância dos K itens})}$$

Como uma medida de consistência interna, a análise do valor de alfa permite identificar o grau com que as diferentes questões identificam-se com o mesmo conceito, com recurso ao coeficiente alfa. Aceita-se o valor de 0,6 como o valor mínimo para o grau de identificação expresso pelo alfa (Hill e Hill, 2008). O objetivo da análise de fiabilidade é identificar, com base nos itens propostos as variáveis latentes relacionadas com cada um dos conceitos ou agrupamentos objeto de estudo.

A análise multivariada baseada nas componentes principais tem como objetivo a redução do número de variáveis que possam explicar o fenómeno em causa sem perda de informações relativamente aos dados originais. Esta técnica é utilizada para explorar as relações entre um conjunto de variáveis, não sendo o seu objetivo, contudo, confirmar hipóteses ou teorias que se estão por trás da estrutura de um conjunto de variáveis, mas sim identificar as variáveis de idêntica finalidade no espaço das componentes principais. No contexto da utilização desse método, a rotação é aplicada para transformar os coeficientes das componentes principais retidas numa estrutura simplificada (Pereira, 2008). A análise através do método das componentes principais com recurso à rotação varimax maximiza a variância entre as componentes, uma vez que tem implícito que “para todas as componentes existam apenas alguns pesos significativos e todos os outros sejam próximos de zero” (*ibid*).

A análise do gráfico de declive ou das componentes (*scree plot*) é um recurso auxiliar que representa, a partir do eixo das abcissas, o número de fatores que pode ser utilizado para fins de extração. O ponto a partir do qual se verifica uma quebra distinta da inclinação da curva identifica o número máximo de fatores que resulta da análise factorial.

Assim, no contexto deste estudo, as técnicas multivariadas anteriormente descritas servirão, em particular, para a verificação da validade e fiabilidade dos dados recolhidos a partir do questionário, bem como, numa fase seguinte, à identificação das variáveis latentes identificadas com os conceitos de conservadorismo e secretismo propostos para este estudo. As técnicas de análise multivariada apresentam enorme aceitação no seio das ciências sociais, em particular, no que diz respeito ao tratamento de dados recolhidos através de questionários, nomeadamente para a análise de correlações entre

variáveis medidas por meio de escalas de ponderação (Hill e Hill, 2008). No contexto da identificação dos valores culturais aqui propostos tendo por base as referidas técnicas e com base nos conceitos definidos por Gray (1988), refira-se, designadamente, os estudos de Albuquerque *et al.* (2011) e Chanchani e Willett (2004), desenvolvido, no primeiro caso, no contexto nacional.

A generalidade dos estudos, quer no contexto nacional quer no contexto internacional, que analisam a estrutura de capital das empresas utilizam, como técnica de análise, modelos baseados em regressões lineares multivariadas, através de dados em painel ou em dados seccionais e utilizando como estimador o método dos mínimos quadrados (Ang *et al.*, 2000; Correia, 2003; Ferreira, 2010; Marques e Morgado, 2004; Ramalho e Silva, 2009; Rebelo, 2003; Serrasqueiro *et al.*, 2011; Silva Junior, 2012; Vieira e Novo, 2010), incluindo os estudos que utilizam na referida análise os valores culturais (Chui *et al.*, 2002; Gleason *et al.*, 2000; Rihab e Lotfi, 2011).

Novas abordagens, como a utilizada por Ramalho e Silva (2009), e em linha com os desenvolvimentos propostos por Cassar (2004) e Cook *et al.* (2004), sugerem a utilização de modelos de regressão fracionários. O estudo efetuado por Bastos e Ramalho (2011) demonstrou a adequação da técnica utilizada por Ramalho e Silva (2009) no contexto das PME nacionais.

Dado o facto de algumas empresas utilizarem, ou não, algumas formas e/ou prazos de endividamento (endividamento remunerado de curto ou de médio/longo prazo), os rácios de endividamento podem assumir valores entre zero e um em determinadas empresas. Assim, o efeito das variáveis explicativas pode não ser constante, de modo que o pressuposto de linearidade expresso pela seguinte fórmula, onde y é a variável dependente (o rácio de endividamento), x é o vetor de variáveis explicativas e β o vetor dos coeficientes das variáveis que se pretendem estimar, poderá ser posto em causa (Papke e Wooldridge, 1996):

$$(3) E(y | x) = x\beta$$

Nesse sentido, tendo em conta que as variáveis de interesse propostas (variáveis dependentes do modelo) podem assumir valores no intervalo fechado $[0,1]$, esta investigação utiliza um modelo de regressão fracionária desenvolvido por Papke e Wooldridge (1996). O referido modelo permite lidar com variáveis dependentes definidas nesse intervalo, assumindo uma forma funcional para y que impõe restrições acerca dos valores da variável dependente (neste caso, a variável dependente associada

ao endividamento em análise)¹⁵⁴.

O modelo de regressão utilizado pode ser definido através da seguinte forma, onde $G(z)$ representa uma função não linear que satisfaz a condição proposta para a variável dependente ($0 < G(z) < 1$) para qualquer valor de z :

$$(4) E(y | x) = G(x\beta)$$

Para o efeito, as escolhas mais utilizadas para o $G(\cdot)$ são as funções *probit* e *logit* ou os modelos assimétricos *log-log* e o *log-log* complementar, que podem ser apresentados, respetivamente, da seguinte forma, onde ϕ representa uma distribuição normal padrão:

$$(5) \phi(w), \frac{e^w}{1+e^w}, e^{-e^{-w}} \text{ e } 1 - e^{-e^{-w}}$$

As estimativas de β são obtimadas por quasi-máxima verosimilhança. Ressalte-se, por fim, que os dados foram analisados neste estudo com recurso ao *software* estatístico *Predictive Analytics SoftWare* (PASW[®]) 19, excetuando-se as técnicas de análise de regressão, para as quais foi utilizado o *software* estatístico *Stata*[®] versão 12, uma ferramenta recorrentemente utilizado por investigadores em análises econométricas.

A parte seguinte desta tese apresenta o estudo empírico efetuado tendo por base as linhas metodológicas apresentadas nesta parte.

¹⁵⁴ Os desenvolvimentos propostos de seguida baseiam-se, fundamentalmente, no modelo sugerido pelos referidos autores, onde mais detalhes se encontram disponíveis.

Parte III: ESTUDO EMPÍRICO

Esta parte do trabalho dedica-se a apresentar os principais resultados obtidos com base nas linhas metodológicas definidas. Encontra-se, desse modo, subdivida em três capítulos, incidindo o primeiro sobre a análise da informação recolhida a partir do questionário, o segundo sobre os dados económico-financeiros, ao passo que o terceiro índice fundamentalmente sobre os resultados obtidos em torno da verificação das hipóteses definidas para esta investigação.

11. Análise aos dados do questionário

Este ponto compreende uma análise da informação obtida a partir do questionário III, objeto de análise neste contexto, tendo por base cada uma das questões propostas no referido instrumento. Recorde-se que foram obtidas 442 respostas válidas, tendo-se excluído, no entanto, 4 respostas ao fim do processo, em virtude da não disponibilidade de informação contabilística em pelo menos um dos anos analisados no estudo. Os dados aqui apresentados dizem respeito à análise das 438 respostas finais que constituem a amostra final deste estudo.

Assim, e tendo em conta o tipo de sócios das empresas respondentes, cujos resultados são apresentados no **Quadro 53**, verifica-se uma concentração de particulares (pessoas singulares) que são, simultaneamente, proprietários e gestores no contexto das PME analisadas neste estudo, uma vez que mais de 75% dos particulares gestores detém participações superiores a 50% do capital de tais entidades. Tal evidência encontra-se em linha com outros estudos realizados em Portugal para empresas dessa mesma dimensão (Correia, 2003; Serrasqueiro, 2000).

A1.1. Tipos de sócios:	Até 25%	Dos quais=0%	Entre 25% e 50%	Entre 50% e 75%	Maior do que 75%
Particulares gestores	16,5%	11,1%	6,1%	6,6%	70,8%
Particulares não gestores	85,1%	73,8%	7,7%	1,8%	5,4%
Empresas	86,4%	84,8%	2,7%	2,5%	8,4%
Investidores institucionais	100,0%	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capital de risco	99,5%	99,3%	0,2%	0,2%	0,0%

Quadro 53: Questão de enquadramento do questionário III – A1.1.

Em termos de relação societária, constata-se a preponderância de empresas familiares no contexto das PME analisadas neste estudo, igualmente em linha com tais evidências.

Refira-se adicionalmente, com base no **Quadro 54**, que em cerca de 90% das empresas familiares analisadas neste estudo os proprietários gestores detêm mais de 50% do capital, constatação obtida a partir da análise conjugada das duas primeiras questões do questionário.

A1.2. Relação societária:	Sim	Não
Empresa familiar (detida em mais de 50% por membros familiares)?	74,2%	25,8%

Quadro 54: Questão de enquadramento do questionário III – A1.2.

No que diz respeito à origem do capital, observa-se a partir do **Quadro 55** que um número muito reduzido das PME analisadas neste estudo têm uma percentagem significativa do seu capital detido por entidades estrangeiras.

A1.3. Origem do capital:	Sim	Não
Capitais nacionais (detida em mais de 50% por nacionais)?	96,4%	3,6%

Quadro 55: Questão de enquadramento do questionário – A1.3.

Por fim, tendo por base o **Quadro 56**, refira-se no âmbito das questões de enquadramento que a generalidade dos respondentes são sócios-gerentes ou administradores, destacando-se claramente, nesse contexto, os sócios-gerentes ou administradores que exercem a referida posição/função com carácter remunerado.

A2. Indique a posição/função que o respondente deste questionário ocupa na entidade:	
Sócio-gerente ou acionista-administrador remunerado	92,1%
Sócio-gerente ou acionista-administrador não remunerado	3,6%
Sócio não gerente ou acionista não administrador	4,3%

Quadro 56: Questões de enquadramento do questionário III.

O **Quadro 57** apresenta, por sua vez, a caracterização das 438 empresas (amostra final) incluídas no estudo, tendo por base o setor de atividade da CAE Rev.3 (para a secção)¹⁵⁵, identificando o universo inicial, o universo de referência e as respostas obtidas, quer para as PME Líder e quer para as PME Excelência.

¹⁵⁵ As letras identificadas no quadro seguinte correspondem às seguintes secções da CAE Rev. 3: **A** - Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca; **B** - Indústrias extrativas; **C** - Indústrias transformadoras; **D** - Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio; **E** - Captação, tratamento e distribuição de água, saneamento, gestão de resíduos e despoluição; **F** - Construção; **G** - Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos; **H** - Transportes e armazenagem; **I** - Alojamento, restauração e similares; **J** - Atividades de informação e de comunicação; **L** - Atividades imobiliárias; **M** - Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares; **N** - Atividades administrativas e dos serviços de apoio; **P** - Educação; **Q** - Atividades de saúde humana e apoio social; **R** - Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas; e **S** - Outras atividades de serviços.

Tendo por base o quadro seguinte, verifica-se que foi obtida uma taxa de resposta na ordem dos 35% por parte das PME Excelência, tendo em conta o universo de referência, o que compara com a taxa de 27% obtida para o total da amostra (PME Líder). Tal facto pode ser explicado pela maior proporção do universo de referência em termos do universo inicial no contexto das PME Excelência, após a aplicação dos critérios de seleção adotados (proporção de 34% no universo inicial, que compara com a proporção de 25% relativamente às PME Líder como um todo).

Secção	PME Líder			Dos quais: PME Excelência		
	Universo inicial	Universo de referência	Amostra (Respostas)	Universo inicial	Universo de referência	Amostra (Respostas)
G	36%	35%	32%	41%	41%	40%
C	36%	39%	41%	34%	38%	34%
F	12%	12%	11%	8%	7%	7%
N	2%	1%	2%	1%	1%	1%
J	2%	3%	3%	3%	3%	5%
M	4%	5%	5%	5%	5%	7%
H	4%	3%	2%	4%	2%	2%
S	0%	0%	0%	0%	1%	1%
I	0%	0%	0%	0%	0%	0%
B	1%	0%	0%	1%	0%	0%
P	0%	0%	0%	1%	0%	1%
Q	1%	1%	0%	1%	1%	1%
A	1%	0%	1%	0%	0%	0%
D	1%	1%	1%	1%	1%	2%
E	0%	0%	0%	0%	0%	0%
L	0%	0%	0%	0%	0%	0%
R	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total	6 454	1 628	438	1 241	428	149

Quadro 57: Caracterização da amostra por setor de atividade.

Assim, e tendo em conta o enquadramento setorial das entidades, verifica-se, no contexto das PME Líder, uma maior relevância do setor da Indústria (secções B e C), em particular a Indústria Transformadora (secção C), seguido dos setores do Comércio (secção G) e da Construção (secção F). No contexto das PME Excelência, o Comércio surge em primeira posição, seguindo-se as Indústrias Transformadoras e a Construção. Note-se, no entanto, que em quaisquer dos casos, não se verificam diferenças significativas na frequência identificada entre o universo de inicial, o universo de referência e as respostas obtidas no âmbito de cada uma das CAE. Assim, e tendo em conta a distribuição setorial das entidades, decidiu-se proceder a uma maior agregação com base nos setores de maior significado no contexto das sociedades não financeiras nacionais, conforme se apresenta no **Quadro 58**.

Setor de atividade	PME Líder			Dos quais: PME Excelência		
	Universo inicial	Universo de referência	Amostra (Respostas)	Universo inicial	Universo de referência	Amostra (Respostas)
Comércio	36%	35%	32%	41%	41%	40%
Indústria	37%	39%	41%	35%	38%	34%
Construção	12%	12%	11%	8%	7%	7%
Outros setores	15%	14%	14%	16%	14%	20%
Total	6 454	1 628	438	1 241	428	149

Quadro 58: Agregação setorial relevante para o estudo.

Os setores apresentados no quadro acima, nomeadamente o “Comércio”, a “Indústria”, a “Construção” e os “Outros setores”, constituem, assim, os segmentos setoriais de referência utilizados no contexto desse estudo.

Localização da sede (por distrito)	PME Líder			PME Excelência		
	Universo inicial	Universo de referência	Amostra (Respostas)	Universo inicial	Universo de referência	Amostra (Respostas)
Açores - São Miguel	1%	1%	1%	2%	1%	1%
Açores - Faial	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Açores - Pico	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Açores - Terceira	0%	0%	1%	0%	0%	1%
Aveiro	13%	15%	15%	14%	14%	13%
Beja	1%	1%	2%	1%	1%	2%
Braga	11%	10%	7%	11%	11%	9%
Bragança	1%	1%	1%	1%	1%	0%
Castelo Branco	2%	2%	2%	2%	2%	1%
Coimbra	4%	5%	6%	6%	7%	8%
Évora	1%	1%	1%	2%	1%	1%
Faro	2%	1%	2%	1%	1%	2%
Guarda	1%	1%	1%	2%	1%	1%
Leiria	9%	9%	9%	8%	9%	8%
Lisboa	16%	18%	20%	16%	18%	19%
Madeira - Madeira	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Madeira - Porto Santo	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Portalegre	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Porto	20%	20%	19%	20%	20%	19%
Santarém	4%	5%	4%	4%	4%	3%
Setúbal	4%	3%	3%	4%	3%	4%
Viana do Castelo	2%	2%	1%	2%	2%	3%
Vila Real	1%	1%	1%	1%	0%	0%
Viseu	3%	3%	3%	4%	4%	3%
Total	6 454	1 628	438	1 241	428	149

Quadro 59: Caracterização da amostra por setor de atividade.

Analisando-se a informação obtida para as PME Líder com base nos distritos de localização da sede, identificada no **Quadro 59**, é possível identificar, por essa ordem, os distritos de Lisboa, Porto e Aveiro como os mais representativos, seguindo-se-lhes os

distritos de Braga, Coimbra e Leiria. Note-se ainda que, tal como identificado relativamente ao enquadramento setorial, não se verificam diferenças significativas na frequência identificada entre o universo de inicial, o universo de referência e as respostas obtidas para os distritos de localização da sede. Assim, os resultados identificados em termos quer de caracterização setorial quer de localização da sede não se afastam das evidências obtidas em torno da caracterização das PME no âmbito das sociedades não financeiras nacionais (Banco de Portugal: 2010, 2012a, 2012b, 2012c). A questão seguinte, inserida no âmbito das questões gerais, diz respeito às opiniões apresentadas pelos respondentes tendo em conta as catorze afirmações associadas à ligação entre o conservadorismo e o secretismo, por um lado, e as opções e características relacionadas com o financiamento empresarial. Para a referida avaliação foi utilizada uma escala de Likert de 5 valores, entre o “discordo totalmente” e o “concordo totalmente”, apresentada na **Figura 33**.

1	2	3	4	5
discordo totalmente			concordo totalmente	

Figura 33: Escala da questão geral – Questão 1.

Analisando-se a frequência dos pontos da escala a partir da **Figura 34**, é possível identificar uma concordância fortalecida associada, em particular, a seis questões do questionário, com níveis de concordância “4” ou “5” da escala em mais de 50% dos casos, nomeadamente, as afirmações SQ01, SQ04, SQ06, SQ08, SQ12 e SQ14¹⁵⁶.

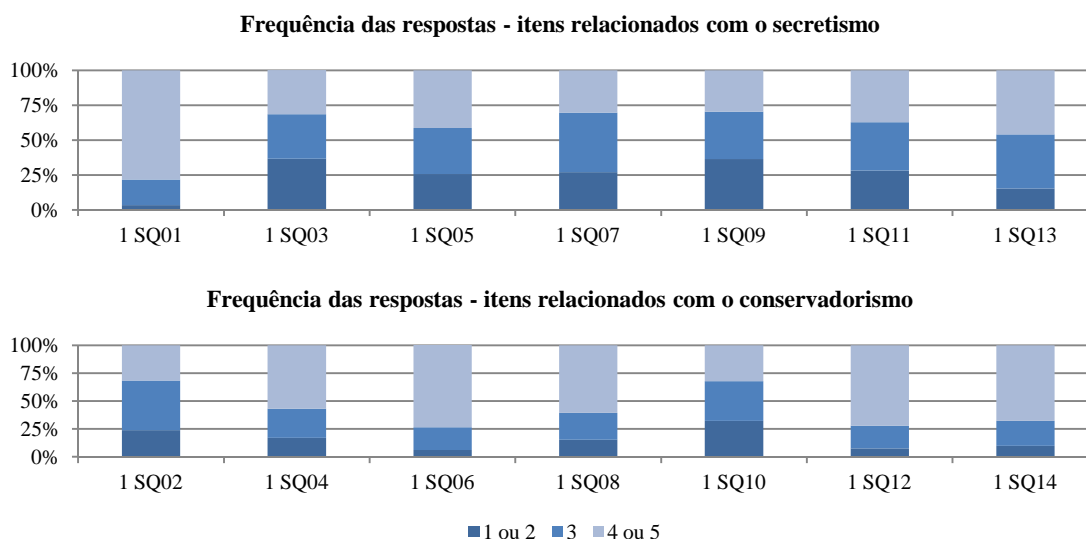


Figura 34: Frequências identificadas para a questão geral – Questão 1.

¹⁵⁶ O conteúdo mais específico de cada uma das afirmações encontra-se apresentado na integralidade na Parte II (Metodologia) deste documento.

Tais questões encontram-se, linhas gerais, associadas à manutenção da confidencialidade e da garantia da estabilidade das informações de caráter estratégico e da estabilidade financeira da entidade. Três das afirmações anteriores, associadas a maiores níveis de concordância, apresentam frequências de resposta superiores a 70%, conforme evidenciado no **Quadro 60**. Em causa, as afirmações SQ01, SQ06 e SQ12, relacionadas, respetivamente, com a garantia de manutenção da confidencialidade das informações de caráter estratégico da sociedade através da estabilidade dos sócios/acionistas e dos órgãos de gestão da sociedade SQ01, aos benefícios associados à participação dos sócios/acionistas na gestão da sociedade SQ06 e às vantagens associadas à relação de confiança que se estabelece entre os sócios/acionistas, como elemento mais importante do que as competências individuais de cada sócio SQ12.

	1	2	3	4	5	Dos quais: (1+2)	Dos quais: (4+5)	Mediana
1 SQ01	0,7%	2,7%	18,3%	39,6%	38,7%	3,4%	78,3%	4,00
1 SQ02	6,8%	17,2%	44,3%	24,4%	7,2%	24,0%	31,6%	3,00
1 SQ03	12,7%	24,0%	31,9%	22,2%	9,3%	36,7%	31,5%	3,00
1 SQ04	4,5%	12,4%	26,2%	31,2%	25,6%	16,9%	56,8%	4,00
1 SQ05	7,7%	17,9%	33,0%	26,5%	14,9%	25,6%	41,4%	3,00
1 SQ06	1,4%	4,8%	20,4%	31,7%	41,9%	6,2%	73,6%	4,00
1 SQ07	7,0%	19,9%	42,8%	23,1%	7,2%	26,9%	30,3%	3,00
1 SQ08	3,2%	12,0%	24,2%	32,8%	27,8%	15,2%	60,6%	4,00
1 SQ09	9,7%	26,7%	33,9%	21,3%	8,4%	36,4%	29,7%	3,00
1 SQ10	5,7%	26,5%	35,7%	23,5%	8,6%	32,2%	32,1%	3,00
1 SQ11	6,8%	21,3%	34,8%	27,6%	9,5%	28,1%	37,1%	3,00
1 SQ12	2,3%	5,2%	20,4%	32,8%	39,4%	7,5%	72,2%	4,00
1 SQ13	1,8%	13,6%	38,7%	31,4%	14,5%	15,4%	45,9%	3,00
1 SQ14	2,0%	7,9%	22,2%	36,4%	31,4%	9,9%	67,8%	4,00

Quadro 60: Análise de frequências e mediana. Questão geral – Questão 1.

Tendo em conta o valor identificado para a mediana¹⁵⁷, verifica-se que apenas dois dos itens relacionados com o secretismo, nomeadamente os itens SQ02 e SQ10, que

¹⁵⁷ A mediana corresponde a uma medida de tendência central, representativo do valor que separa a metade inferior da amostra (50% das observações apresentarão valores iguais ou inferiores) da metade superior da amostra (50% das observações apresentarão valores superiores ao valor da mediana).

expressam, respetivamente, o risco de desvio da estratégia da empresa com a entrada de novos sócios/acionistas e os riscos associados à diversificação das fontes de financiamento quando esta em causa a participação de terceiros na gestão da sociedade, apresentam uma mediana inferior a 4 (o que pode igualmente ser constatado pela percentagem superior a 50% relativas ao numero de observações situadas entre 4 e 5). Contrariamente, apenas um dos itens associados ao conservadorismo, nomeadamente a questão SQ01, apresenta a mediana situada no referido valor.

Note-se ainda que, comparando as somas das frequências relativas associadas aos níveis “1” e “2” (níveis à esquerda da escala) com os níveis “4” e “5” (níveis à direita da escala), na medida em que o nível “3” representa um nível neutro ou intermédio de concordância, é possível constatar que em apenas três itens (SQ03, SQ09 e SQ10) a soma dos níveis à esquerda da escala apresentam-se inferiores aos itens à direita, com diferenças que assumem um valor mínimo de 0,1% (item SQ10) e um máximo de 6,7% (item SQ09). Tais resultados são consistentes com a identificação de um nível mais elevado de conservadorismo e secretismo em Portugal do que os valores culturais de natureza oposta definidos por Gray (1988), em linha com os resultados já identificados em estudos anteriores (Albuquerque *et al.*, 2011).

O **Quadro 61** identifica, por sua vez, o valor obtido para o coeficiente alfa, tendo por base os catorze itens associados à questão 1 das questões gerais do questionário. Para o referido coeficiente foi identificado um valor de 0,862 para o conjunto dos itens propostos, considerado bom para a confirmação da fiabilidade ou consistência interna (Hill e Hill: 2008).

Análise de fiabilidade	
Alfa de Cronbach	Número de itens
,862	14

Quadro 61: Análise de fiabilidade. Questão geral – Questão 1.

A análise da matriz de correlação inter-item, por sua vez, permite identificar o valor do coeficiente alfa se cada um dos itens analisados for individualmente excluído. Assim, é possível constatar, com base no quadro seguinte, que a exclusão de qualquer um dos itens que compõe a questão 1 não resultaria em acréscimos ao valor do coeficiente anteriormente identificado.

Os itens SQ01 e SQ02, embora não prejudicando o valor do coeficiente alfa identificado, se retirados apresentariam os maiores valores do coeficiente alfa e de explicação das variâncias para o conjunto de itens que compõem a questão, sendo os referidos itens os que apresentam menores valores para a correlação com o total (0,412 e 0,387, respetivamente). Tal evidência pode ser identificada no **Quadro 62**. Ressalte-se que, de acordo com Hill e Hill (2008), a correlação com o total deve apresentar valores relativamente elevados (entre 0,4 e 0,7), de modo a obter evidência de que cada item “contribua para a formação da atitude que se pretende medir” a partir da variável latente. Os referidos itens identificam-se, respetivamente, com os valores do secretismo e do conservadorismo, encontrando-se relacionadas com a garantia de manutenção da confidencialidade das informações de caráter estratégico da sociedade através da estabilidade dos sócios/acionistas e dos órgãos de gestão da sociedade (item SQ01) e com o risco de desvio da estratégia de crescimento da entidade associado a entrada de novos sócios/acionistas (item SQ02). A exclusão dos referidos itens resultaria na obtenção de correlações item-total situados entre 0,438 (item SQ12) e 0,632 (item SQ09), em detrimento dos atuais valores (mínimo e máximo) identificados de 0,387 (item SQ01) e 0,629 (item SQ09), respetivamente, ao passo que o valor do coeficiente alfa seria alterado para 0,857, em detrimento dos atuais 0,862.

Estatísticas item-total				
Item	Média da escala se o item for excluído	Variância da escala se o item for excluído	Correlação item-total corrigida	Alfa de Cronbach se o item for excluído
1 SQ01	44,01	68,918	,412	,858
1 SQ02	45,06	68,210	,387	,860
1 SQ03	45,22	64,234	,537	,852
1 SQ04	44,53	64,016	,567	,850
1 SQ05	44,91	64,207	,550	,851
1 SQ06	44,05	68,107	,405	,859
1 SQ07	45,11	65,957	,526	,853
1 SQ08	44,44	65,423	,498	,854
1 SQ09	45,22	63,325	,629	,847
1 SQ10	45,11	64,599	,588	,849
1 SQ11	45,02	64,013	,610	,848
1 SQ12	44,12	67,356	,429	,858
1 SQ13	44,70	67,372	,456	,856
1 SQ14	44,26	64,898	,587	,849

Quadro 62: Análise da correlação inter-item. Questão geral – Questão 1.

Identificando-se como uma medida da proporção da variância explicada pelos fatores extraídos, as comunalidades observadas no quadro seguinte variam, por sua vez, entre 0,414 (item SQ03) e 0,660 (item SQ14), valores considerados igualmente adequados para o processo de extração fatorial.

Tendo em conta a possibilidade de exclusão dos itens SQ01 e SQ02 anteriormente identificada, refira-se que os valores das comunalidades manter-se-iam ao mesmo nível dos valores mínimos e máximos já constatados para as mesmas variáveis, com 0,404 (item SQ03) como valor inferior e 0,678 para o valor superior (item S014), conforme se pode observar no **Quadro 63**.

Comunalidades		
Item	Inicial	Extração
1 SQ01	1,000	,562
1 SQ02	1,000	,557
1 SQ03	1,000	,414
1 SQ04	1,000	,491
1 SQ05	1,000	,494
1 SQ06	1,000	,491
1 SQ07	1,000	,450
1 SQ08	1,000	,565
1 SQ09	1,000	,581
1 SQ10	1,000	,503
1 SQ11	1,000	,645
1 SQ12	1,000	,555
1 SQ13	1,000	,602
1 SQ14	1,000	,660

Método de extração: Análise das componentes principais

Quadro 63: Análise de comunalidades. Questão geral – Questão 1.

O valor do KMO identificado para as referidas afirmações apresenta-se, por sua vez, bastante elevado, de 0,883 (0,879 com a exclusão dos itens SQ01 e SQ02), referenciado por Pereira (2008) como “bom”, o que evidencia a adequação dos dados sujeitos à análise. O referido resultado, associado ao teste de esfericidade de *Barlett*, apresentados no **Quadro 64**, identifica um valor-*p* inferior a 0,001, sugerindo um nível suficiente de correlação entre as variáveis (Maroco, 2003).

KMO e teste de esfericidade Barlett		
KMO da adequação da amostra	,883	
Teste de esfericidade de Barlett	Aproximação de Qui-quadrado	1839,473
	Df	91
	Nível de significância	,000

Quadro 64: KMO e teste de esfericidade de Barlett. Questão geral – Questão 1.

O gráfico de declive ou das componentes (*scree plot*) que se apresenta na **Figura 35** auxilia, por seu turno, na análise dos fatores que mais fortemente explicam a variância, e que podem ser selecionados. Assim, e com base no referido gráfico, verifica-se uma maior força no poder de explicação da variância na passagem do primeiro para o segundo e do segundo para o terceiro fator, com 54% da variância explicada, a partir do qual se verifica uma quebra mais acentuada na inclinação da curva. Ressalve-se que o terceiro fator agrega, exclusivamente, os dois itens anteriormente referidos (SQ01 e SQ02) relacionados, respetivamente, com o secretismo e o conservadorismo.

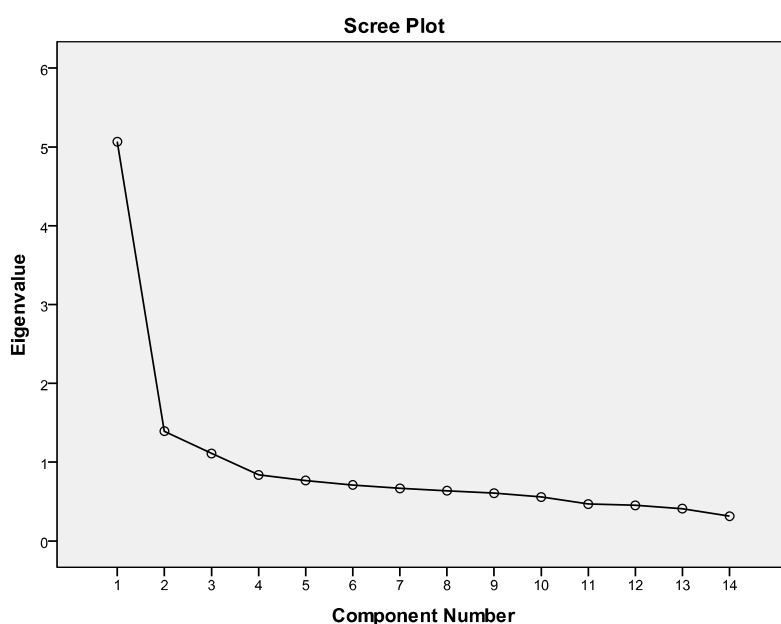


Figura 35: Gráfico de declive ou das componentes (*scree plot*). Questão geral – Questão 1.

Tendo em conta a análise dos itens da questão 1 incluída no âmbito das questões gerais do questionário, e associados aos valores do secretismo (itens 1, 3, 5, 7, 9, 11 e 13), por um lado, e do conservadorismo (itens 2, 4, 6, 8, 10, 12 e 14), por outro, identificam-se os valores de 0,757 e 0,793, respetivamente, para o coeficiente alfa de Cronbach, conforme o **Quadro 65** permite observar. Tais valores pode ser considerados, de igual modo, bastante adequados na análise de fiabilidade em torno de tais agrupamentos.

Análise de fiabilidade		
Valor cultural associado	Alfa de Cronbach	Número de itens
Secretismo	,793	7
Conservadorismo	,757	7

Quadro 65: Análise de fiabilidade (conservadorismo e secretismo). Questão 1.

As matrizes de correlação inter-item em torno dos agrupamentos, apresentadas no **Quadro 66**, permitem identificar que a exclusão do primeiro item associado a cada um dos valores culturais do secretismo SQ01 e do conservadorismo SQ02 resultariam em ligeiros acréscimos aos valores da variância explicada e da correlação item-total, uma vez que os referidos itens apresentam os menores valores de correlação com o total (a exclusão dos referidos itens promoveria a existência de valores de correlação item-total superiores a 0,4, valor considerado como o mínimo aceitável). Em particular, a exclusão do item SQ01 resultaria ainda em melhorias em termos do valor do coeficiente alfa ao passo que, no segundo caso (item SQ02), a exclusão resultaria em um decréscimo não significativo do valor a ser obtido para o referido coeficiente.

Estatísticas item-total				
Item	Média da escala se o item for excluído	Variância da escala se o item for excluído	Correlação item-total corrigida	Alfa de Cronbach se o item for excluído
1 SQ01	18,63	20,485	,315	,800
1 SQ03	19,85	17,384	,513	,770
1 SQ05	19,53	16,822	,595	,752
1 SQ07	19,73	17,997	,549	,762
1 SQ09	19,84	16,765	,634	,744
1 SQ11	19,64	17,123	,616	,749
1 SQ13	19,33	19,159	,424	,784

Estatísticas item-total				
Item	Média da escala se o item for excluído	Variância da escala se o item for excluído	Correlação item-total corrigida	Alfa de Cronbach se o item for excluído
1 SQ02	22,30	17,574	,334	,756
1 SQ04	21,77	15,450	,520	,718
1 SQ06	21,30	17,024	,422	,739
1 SQ08	21,68	15,682	,507	,721
1 SQ10	22,35	16,191	,483	,726
1 SQ12	21,36	16,689	,436	,736
1 SQ14	21,50	15,344	,623	,696

Quadro 66: Correlação inter-item (conservadorismo e secretismo). Questão 1.

Em ambos os casos, no entanto, tal exclusão resultaria em melhorias mais significativas em termos da correlação item-total, ultrapassando o limiar mínimo de 0,4 (entre 0,436 para o item SQ13 e 0,635 para o item SQ09, no primeiro caso, e entre 0,441 para o item SQ06 e 0,652 para o item SQ12).

No mesmo sentido, a identificação das comunalidades após a exclusão dos itens anteriormente referidos (SQ01 e SQ02) resultaria, igualmente, em valores superiores a 0,4 (entre 0,4 e 0,7), considerados adequados para a análise fatorial.

Assim, os valores do KMO identificados no **Quadro 67** para os dois agrupamentos situam-se entre 0,811 e 0,850 para o conservadorismo e o secretismo, respetivamente, resultados que, associados ao teste de esfericidade de *Barlett* (valor-*p* inferior a 0,001), evidenciam igualmente um elevado nível de correlação entre as variáveis e a adequação dos dados sujeitos à análise identificadas através do valor do KMO (Maroco, 2003).

KMO e teste de esfericidade Barlett		
Secretismo		
KMO da adequação da amostra		,850
Teste de esfericidade de Barlett	Aproximação de Qui-quadrado	687,839
	Df	15
	Nível de significância	,000

KMO e teste de esfericidade Barlett		
Conservadorismo		
KMO da adequação da amostra		,811
Teste de esfericidade de Barlett	Aproximação de Qui-quadrado	549,926
	Df	15
	Nível de significância	,000

Quadro 67: KMO e teste de Barlett (conservadorismo e secretismo). Questão 1.

Refira-se que o valor do KMO identificado para o secretismo e para o conservadorismo foram obtidos após a exclusão dos itens SQ01 e SQ02, o que permitiu a obtenção de um valor mais significativo e/ou a inclusão de todos os restantes itens associados a um único fator, após a realização da análise fatorial.

O **Quadro 68** apresenta, por seu turno, a percentagem da variância total explicada associada aos dois agrupamentos, tendo por base o número de fatores extraídos da análise fatorial efetuada.

Total da variância explicada						
Fatores	Autovalores iniciais			Valores obtidos após rotação fatorial		
	Total	% da variância	% da variância acumulada	Total	% da variância	% da variância acumulada
1 SQ03	3,015	50,244	50,244	3,015	50,244	50,244
1 SQ05	,758	12,641	62,884			
1 SQ07	,679	11,322	74,206			
1 SQ09	,637	10,612	84,819			
1 SQ11	,462	7,705	92,524			
1 SQ13	,449	7,476	100,000			

Total da variância explicada						
Fatores	Autovalores iniciais			Valores obtidos após rotação fatorial		
	Total	% da variância	% da variância acumulada	Total	% da variância	% da variância acumulada
1 SQ04	2,731	45,512	45,512	2,731	45,512	45,512
1 SQ06	,906	15,107	60,619			
1 SQ08	,733	12,217	72,836			
1 SQ10	,600	10,007	82,843			
1 SQ12	,594	9,898	92,741			
1 SQ14	,436	7,259	100,000			

Método de extração: Análise das componentes principais

Quadro 68: Análise de variância (conservadorismo e secretismo). Questão 1.

A partir da análise do quadro acima verifica-se a extração de apenas um fator quer para o secretismo, com uma variância total explicada de 50% (caso a variável SQ01 não fosse excluída, a variância total explicada seria de 45%) quer para o conservadorismo, com uma variância total explicada de 46% (caso a variável SQ02 não fosse excluída, resultaria na extração de dois fatores com variâncias explicadas de 32% e 25%, respetivamente).

O **Quadro 69** apresenta as cargas fatoriais associadas a cada um dos fatores passíveis de extração identificados relativamente aos valores do secretismo e do conservadorismo, com valores situados entre 0,588 e 0,777, no primeiro caso, e 0,611 e 0,807, no segundo.

Itens – Secretismo	Cargas fatoriais	Itens - Conservadorismo	Cargas fatoriais
1 SQ03	,659	1 SQ04	,639
1 SQ05	,743	1 SQ06	,619
1 SQ07	,691	1 SQ08	,714
1 SQ09	,777	1 SQ10	,611
1 SQ11	,775	1 SQ12	,637
1 SQ13	,588	1 SQ14	,807

Quadro 69: Análise fatorial efetuada. Questão geral – Questão 1.

Tendo em conta a análise anteriormente apresentada, é possível constatar, além da associação fortalecida entre os valores culturais do conservadorismo e do secretismo já referenciada em estudos anteriores (Albuquerque e Texeira Quirós, 2012; Chanchani e Willett, 2004), que a análise dissociada dos referidos valores culturais apresenta-se de igual modo adequada após a exclusão de apenas um dos itens identificados em cada um dos fatores.

As duas questões seguintes, identificadas no contexto das questões gerais do questionário, dizem respeito às opiniões apresentadas pelos respondentes relacionadas com o grau de importância atribuído a determinados fatores a ter em conta no processo de obtenção de financiamento, ainda que não inerentes a todos os tipos de financiamento (questão 2), e com o grau de importância atribuído a determinados aspetos da gestão empresarial (questão 3).

Para a referida avaliação foi utilizada uma escala de *Likert* de 5 valores, entre o “pouco importante” e o “muito importante”, apresentada na **Figura 36**.

1	2	3	4	5
pouco importante			muito importante	

Figura 36: Escala da questão geral - Questões 2 e 3.

A análise das frequências associadas à questão 2, identificadas na **Figura 37**, evidencia um elevado grau de importância atribuída, em particular, os itens SQ03, SQ05 e SQ06, relacionadas, respetivamente, com os custos associados ao financiamento, a manutenção das decisões de gestão da sociedade e a minimização de riscos.

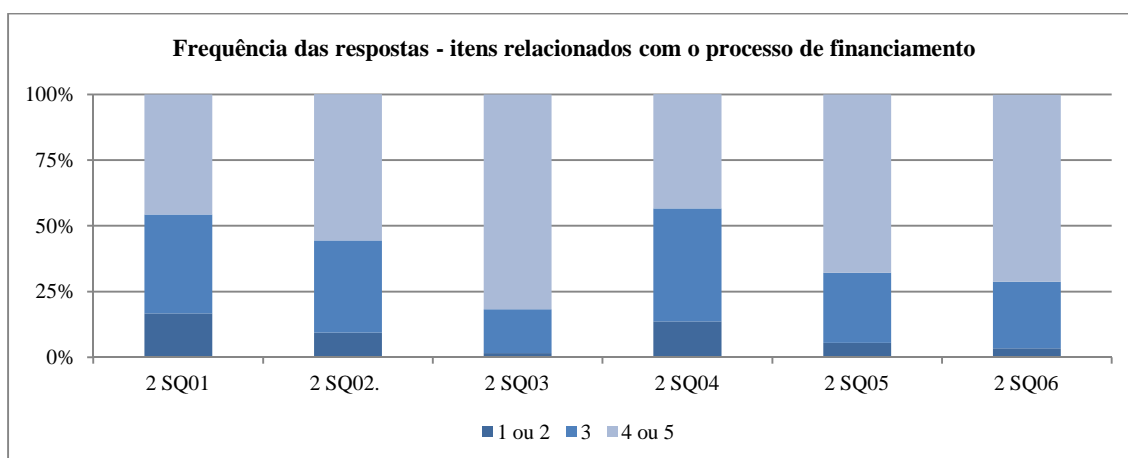


Figura 37: Frequências identificadas para a questão geral - Questão 2.

	1	2	3	4	5	Dos quais: (1+2)	Dos quais: (4+5)	Mediana
2 SQ01	5,4%	11,3%	37,6%	26,5%	19,2%	16,7%	45,7%	3,00
2 SQ02	3,2%	6,1%	35,1%	40,3%	15,4%	9,3%	55,7%	4,00
2 SQ03	0,7%	0,9%	16,7%	37,6%	44,1%	1,6%	81,7%	4,00
2 SQ04	3,6%	10,0%	43,0%	31,7%	11,8%	13,6%	43,5%	3,00
2 SQ05	2,0%	3,4%	26,7%	41,9%	26,0%	5,4%	67,9%	4,00
2 SQ06	1,1%	2,3%	25,3%	42,5%	28,7%	16,7%	71,2%	4,00

Quadro 70: Análise de frequências e mediana. Questão geral – Questão 2.

Note-se ainda, a partir do **Quadro 70**, que em apenas dois casos a mediana situa-se abaixo da pontuação 4 da escala proposta. Em causa, os itens SQ01 e SQ04, relacionados, respetivamente, com os valores do conservadorismo no primeiro caso (a manutenção do controlo da sociedade) e com o secretismo no segundo (as exigências de informação associadas).

O coeficiente de fiabilidade relativo aos seis itens que compõem a questão 2, apresentado no **Quadro 71**, evidencia um valor de 0,717, característico de um adequado agrupamento dos itens em torno da questão proposta.

Análise de fiabilidade	
Alfa de Cronbach	Número de itens
,717	6

Quadro 71: Análise de fiabilidade. Questão geral – Questão 2.

A análise do **Quadro 72**, que identifica os valores das correlações inter-item, evidencia que a exclusão de um qualquer item não resultaria em melhorias em torno do valor de alfa anteriormente identificado.

Estatísticas item-total				
Item	Média da escala se o item for excluído	Variância da escala se o item for excluído	Correlação item-total corrigida	Alfa de Cronbach se o item for excluído
2 SQ01	19,02	9,213	,363	,712
2 SQ02	18,86	9,575	,409	,690
2 SQ03	18,21	9,760	,472	,674
2 SQ04	19,07	9,370	,439	,681
2 SQ05	18,58	8,720	,603	,630
2 SQ06	18,49	9,684	,446	,680

Quadro 72: Análise da correlação inter-item. Questão geral – Questão 2.

Relativamente à questão 3, e tendo em conta a mesma escala anteriormente apresentada, verifica-se a partir da **Figura 38** um elevado nível de importância atribuída à generalidade dos seis itens propostos, destacando-se, no entanto, os itens SQ01, Q2 e SQ05, associadas, respetivamente, à imagem e à reputação da empresa, às estratégias que garantam a continuidade e, por fim, às estratégias que garantam a estabilidade, conceitos ligados ao valor do conservadorismo.

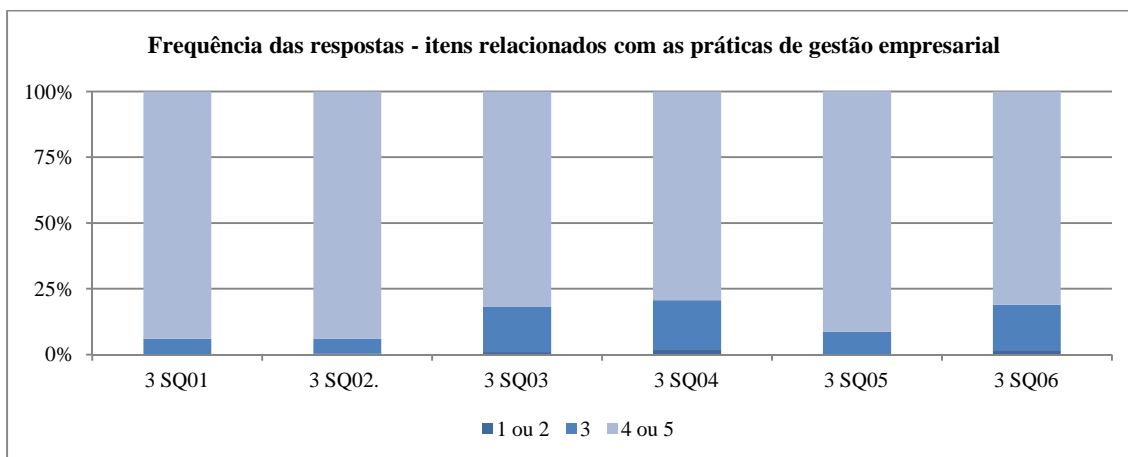


Figura 38: Frequências identificadas para a questão geral - Questão 3.

Os elevados níveis de importância atribuído aos referidos itens revelam-se ainda no valor associado à mediana, identificados expressamente no **Quadro 73**.

	1	2	3	4	5	Dos quais: (1+2)	Dos quais: (4+5)	Mediana
3 SQ01	0,0%	0,2%	5,9%	26,7%	67,2%	0,2%	93,9%	5,00
3 SQ02	0,2%	0,2%	5,7%	28,5%	65,4%	0,4%	93,9%	5,00
3 SQ03	0,2%	0,7%	17,2%	43,7%	38,2%	0,9%	81,9%	4,00
3 SQ04	0,2%	1,8%	18,6%	50,9%	28,5%	2,0%	79,4%	4,00
3 SQ05	0,2%	0,0%	8,4%	36,7%	54,8%	0,2%	91,5%	5,00
3 SQ06	0,5%	1,1%	17,4%	36,2%	44,8%	1,6%	81,0%	4,00

Quadro 73: Análise de frequências e mediana. Questão geral – Questão 3.

O coeficiente alfa identificado no **Quadro 74**, e associado à questão 3, de 0,837, apresenta um valor ainda superior ao constatado para a questão anterior (0,717).

Análise de fiabilidade	
Alfa de Cronbach	Número de itens
,837	6

Quadro 74: Análise de fiabilidade. Questão geral – Questão 3.

Na sequência, e conforme se pode constatar a partir do **Quadro 75**, e à semelhança do ocorrido relativamente aos itens da questão 2, verifica-se que a exclusão de qualquer item da questão 3 não resultaria em aumento do coeficiente alfa de Cronbach.

Estatísticas item-total				
Item	Média da escala se o item for excluído	Variância da escala se o item for excluído	Correlação item-total corrigida	Alfa de Cronbach se o item for excluído
3 SQ01	21,53	7,461	,621	,811
3 SQ02	21,55	7,182	,685	,798
3 SQ03	21,95	6,868	,623	,808
3 SQ04	22,08	6,944	,605	,812
3 SQ05	21,68	7,166	,641	,805
3 SQ06	21,90	6,953	,537	,829

Quadro 75: Análise da correlação inter-item. Questão geral – Questão 3.

Ainda no contexto das questões gerais do questionário, as duas questões seguintes pretendem determinar o grau de utilidade atribuído pelos respondentes a determinadas naturezas de informação extraídas da Contabilidade (questão 4), bem como, em termos gerais, à utilidade da informação extraída da Contabilidade para efeitos de tomada de decisão (questão 5), tendo por base uma escala de *Likert* igualmente situada entre “1 – pouco útil” até “5 – muito útil”, identificada na **Figura 39**.

1	2	3	4	5
pouco útil			muito útil	

Figura 39: Escala da questão geral – Questão 4.

Em termos de frequências, verifica-se, tendo por base a **Figura 40**, a atribuição de elevado nível de utilidade no que diz respeito a qualquer uma das naturezas da informação associada à referida questão, sendo que à exceção da questão 4, que analisa a importância da informação relacionada com os fluxos de caixa, todos os outros itens apresentam valores superiores a 70%, com destaque para a informação associada ao balanço e às alterações no capital próprio durante o período.

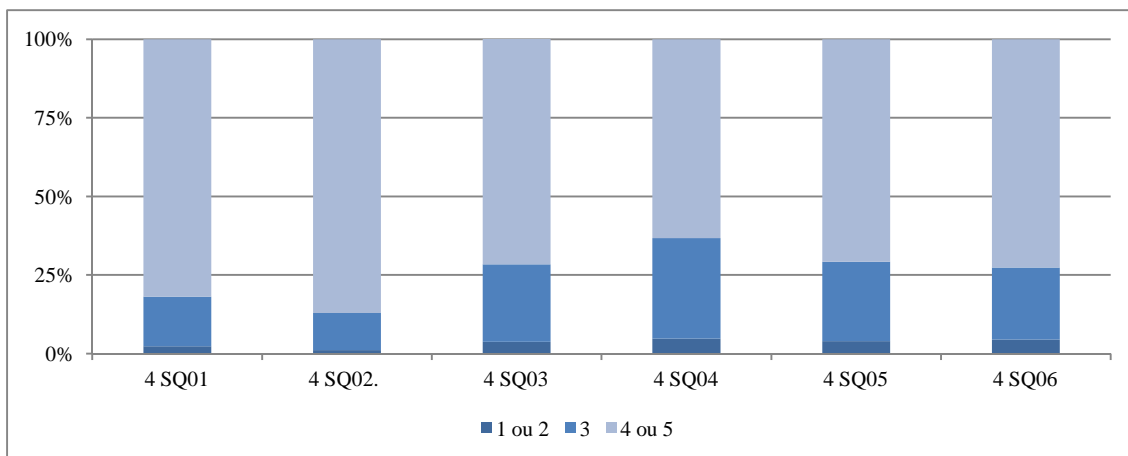


Figura 40: Frequências identificadas para a questão geral - Questão 4.

Em todos os casos, no entanto, o valor identificado para a mediana que se apresenta no **Quadro 76** situa-se no valor “4” da escala proposta.

	1	2	3	4	5	Dos quais: (1+2)	Dos quais: (4+5)	Mediana
4 SQ01	0,5%	1,8%	15,8%	36,9%	45,0%	2,3%	81,9%	4,00
4 SQ02	0,2%	0,9%	11,8%	37,1%	50,0%	1,1%	87,1%	4,00
4 SQ03	0,5%	3,2%	24,7%	46,8%	24,9%	3,7%	71,7%	4,00
4 SQ04	0,5%	4,3%	31,9%	40,0%	23,3%	4,8%	63,3%	4,00
4 SQ05	0,5%	3,4%	25,3%	36,4%	34,4%	3,9%	70,8%	4,00
4 SQ06	0,7%	3,8%	22,9%	44,8%	27,8%	4,5%	72,6%	4,00

Quadro 76: Análise de frequências e mediana. Questão geral – Questão 4.

O coeficiente alfa de fiabilidade, apresentado no **Quadro 77**, revela por sua vez uma elevada consistência entre as questões (0,846).

Análise de fiabilidade	
Alfa de Cronbach	Número de itens
,846	6

Quadro 77: Análise de fiabilidade. Questão geral – Questão 4.

Tendo em conta, uma vez mais, a análise das correlações inter-item, verifica-se a partir do **Quadro 78** um maior valor de alfa identificado para o agrupamento em torno dos itens existentes, sem que este valor seja aumentando com a existência de uma eventual exclusão de itens.

Estatísticas item-total				
Item	Média da escala se o item for excluído	Variância da escala se o item for excluído	Correlação item-total corrigida	Alfa de Cronbach se o item for excluído
4 SQ01	20,06	9,942	,638	,818
4 SQ02	19,94	10,643	,559	,833
4 SQ03	20,38	9,732	,691	,808
4 SQ04	20,49	9,520	,689	,808
4 SQ05	20,29	9,804	,600	,826
4 SQ06	20,35	10,014	,587	,828

Quadro 78: Análise da correlação inter-item. Questão geral – Questão 4.

Para o grau de utilidade atribuído à informação contabilística em termos gerais, identifica-se através do **Quadro 79** uma frequência próxima dos 90% por parte dos respondentes para os níveis mais elevados de utilidade da informação, assim como uma mediana situada no valor 4 da escala proposta para a referida questão.

	1	2	3	4	5	Dos quais, (4+5)	Mediana
	0,7%	0,2%	10,2%	39,1%	49,8%	88,9%	4,00

Quadro 79: Análise de frequências e mediana. Questão geral – Questão 5.

Por fim, uma análise à questão associada à possibilidade de utilização de capital de risco como fonte de financiamento, em termos históricos ou potenciais, verifica-se a partir do **Quadro 80** que cerca de 80% das entidades analisadas neste estudo não considera a referida fonte como uma opção de financiamento empresarial. Refira-se que tal resultado indicia uma atitude relativamente conservadora e secretista em torno das opções de financiamento empresarial, conforme referências extraídas na literatura sobre o tema (e.g. AECA, 2011; Anni, 2009; Antonczyk e Salzmann, 2012; Baldi, 2007; Serrasqueiro, 2003).

6. Capital de risco:	Sim	Não
Já considerou/considera a possibilidade de recorrer a fontes de financiamento baseadas na transmissão de participação no capital da entidade, nomeadamente, aos investidores/sociedades de capital de risco ou ao mercado de capitais?	20,6%	79,4%

Quadro 80: Análise de frequências. Questão geral – Questão 6.

O próximo ponto apresenta uma breve caracterização da informação recolhida a partir dos dados contabilísticos financeiros das entidades analisadas neste estudo.

12. Análise aos dados económico-financeiros

Este ponto apresenta uma breve análise e caracterização da informação obtida a partir dos dados económico-financeiros das entidades objeto de análise neste contexto, selecionadas a partir das respostas válidas obtidas a partir do questionário.

Assim, e tendo em conta a informação relativa à maturidade, e utilizando como referência o ano de 2011 (último ano de análise dos dados), observa-se um valor médio de 24 anos e uma mediana e um desvio padrão de 22 e 14 anos, respetivamente. A partir da seleção de quatro níveis de maturidade, nomeadamente, empresas com maturidade até 5 anos, entre 6 e 10 anos, entre 11 e 20 anos e com mais de 20 anos, é possível identificar, a partir do **Quadro 81**, as seguintes observações e frequências relativas:

Níveis de maturidade	Número de observações	Frequência relativa
Até 5 anos	17	4%
Entre 6 e 10 anos	35	8%
Entre 11 e 20 anos	155	35%
Mais de 20 anos	231	53%

Quadro 81: Maturidade das entidades incluídas na amostra do estudo.

Conforme se pode constatar a partir o quadro anterior, as entidades com maturidade superior a 20 anos apresentam-se maioritárias (53%), identificando-se nesse conjunto uma entidade com um valor máximo na amostra para a maturidade de 89 anos.

Os gráficos que se apresentam na **Figura 41** permitem observar a estrutura do endividamento (em termos de maturidade e característica do endividamento) para os dados obtidos durante os períodos de 2009 a 2011. Com base nos referidos gráficos, verifica-se para as entidades objeto de análise neste estudo um nível de endividamento superior a 50% (56% em termos médios), revelando consequentemente autonomias financeiras inferiores a esse limiar. Tendo em conta a maturidade do endividamento (distinção corrente *vs* não corrente), destaque-se o maior peso dos passivos de curto prazo (correntes) no passivo total (68% em termos médios), ao passo que em termos da característica do endividamento identifica-se uma repartição relativamente similar entre o endividamento remunerado e o endividamento não remunerado, ainda que ligeiramente superior no primeiro caso (53% em termos médios).

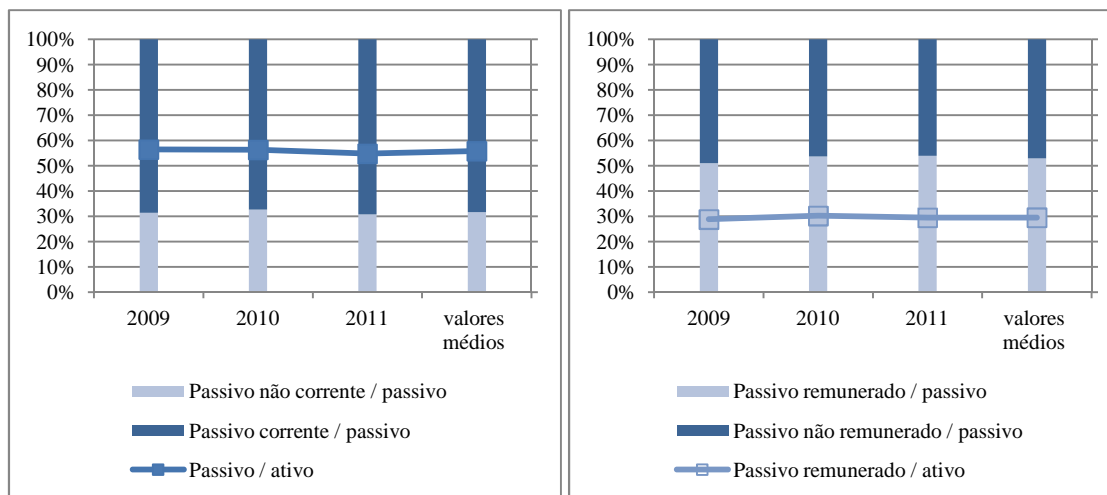


Figura 41: Estrutura do endividamento.

O **Quadro 82** apresenta os valores obtidos para cada um dos três anos, bem como para o valor médio da série temporal (média 09-11), tendo como métricas a média, a mediana e o desvio padrão (em milhares de euros) de alguns dos principais indicadores económico-financeiros utilizados neste estudo, nomeadamente, e no que diz respeito aos indicadores do balanço, os totais do ativo, do passivo (corrente e não corrente) e dos financiamentos obtidos (corrente e não corrente); relativamente à demonstração dos resultados, o volume de negócios, o total de rendimentos e o resultado antes de gastos de depreciação e de amortização, gastos de financiamentos e impostos (EBITDA).

No contexto do balanço destaque-se, por um lado, o crescimento médio ao longo da série (período de 2009 a 2011) do total do ativo, embora menos acentuado na passagem de 2010 para 2011, e, por outro, os valores médios aproximados das componentes corrente e não corrente dos financiamentos obtidos¹⁵⁸, embora ligeiramente superior nesta última classificação em termos de maturidade.

Para os níveis médios de endividamento superiores a 50% do total do ativo, o passivo corrente responde pela parcela mais significativa (cerca de 38% do total do ativo), conforme já evidenciado pelos gráficos anteriores. Tais resultados encontram-se em linha com os dados divulgados pelo Banco de Portugal (Banco de Portugal: 2011a, 2012a, 2012c). Acresce-se, no entanto, o facto de que, pese o similar contributo do endividamento remunerado e o endividamento não remunerado no contexto do passivo total, a análise das características do endividamento em termos da sua maturidade permite identificar comportamentos distintos. Assim, no contexto do passivo corrente

¹⁵⁸ Recorde-se que o indicador de financiamentos obtidos utilizado neste estudo é representativo do conceito de endividamento remunerado.

verifica-se que os financiamentos obtidos correntes respondem por cerca de 35% dessa componente, ao passo que, no contexto dos passivos não correntes identifica-se um contributo dos financiamentos obtidos não correntes superior a 90%.

Relativamente à demonstração dos resultados, os valores médios aproximados entre o volume de negócios e o total de rendimentos indicia a pouca importância dos outros rendimentos na formação dos resultados no contexto das entidades abrangidas pela amostra deste estudo.

Indicadores – Média	2009	2010	2011	Média 09-11
Total do ativo	4.410.820	4.857.247	4.958.283	4.742.117
Passivo corrente	1.531.817	1.774.649	1.791.562	1.809.609
Passivo não corrente	955.661	958.635	921.894	835.130
Financiamentos obtidos - corrente	683.487	690.409	763.561	626.987
Financiamentos obtidos - não corrente	933.578	914.232	889.563	770.791
Volume de negócios	4.603.264	5.148.107	5.162.996	4.967.952
Total de rendimentos	4.712.592	5.294.896	5.331.542	5.113.010
EBITDA	481.005	515.767	471.213	488.962
Indicadores – Mediana	2009	2010	2011	Média 09-11
Total do ativo	2.371.017	2.681.948	2.728.872	2.618.396
Passivo corrente	965.916	979.959	994.872	933.714
Passivo não corrente	224.308	345.528	296.255	296.605
Financiamentos obtidos - corrente	119.536	109.437	164.422	153.637
Financiamentos obtidos - não corrente	184.666	337.101	279.254	268.574
Volume de negócios	2.607.702	2.934.691	2.921.346	2.856.700
Total de rendimentos	2.675.970	3.082.600	2.993.391	2.936.458
EBITDA	264.292	280.669	227.234	272.809
Indicadores – Desvio-padrão	2009	2010	2011	Média 09-11
Total do ativo	5.952.125	6.262.347	6.374.318	6.149.628
Passivo não corrente	2.259.946	2.364.353	2.316.591	2.325.517
Passivo corrente	1.469.572	1.447.692	1.479.542	1.404.702
Financiamentos obtidos - corrente	1.340.015	1.561.849	1.353.215	1.344.322
Financiamentos obtidos - não corrente	1.390.577	1.372.890	1.422.113	1.330.790
Volume de negócios	5.383.942	6.344.731	6.557.496	6.014.238
Total de rendimentos	5.500.564	6.512.405	6.782.004	6.186.207
EBITDA	604.784	678.012	755.090	645.990

Quadro 82: Indicadores económico-financeiros (média, mediana e desvio padrão).

Analisando-se a série temporal a partir do mesmo quadro, e tendo como base, designadamente, o total do ativo, no contexto dos indicadores do balanço, e o volume de negócios e o total dos rendimentos, no contexto dos indicadores da demonstração dos resultados, verificam-se acréscimos mais significativos na passagem de 2009 para 2010,

resultando desse modo em valores médios inferiores aos identificados em 2010 e em 2011 para os mesmos indicadores. As observações individuais, no entanto, não permitiram constatar a existência de evoluções individuais que justificassem a exclusão de empresas, isto é, que apresentassem um significativo contributo para a variação em termos do total dos referidos indicadores, uma vez que as maiores variações positivas e negativas não apresentam diferenças significativas, indiciando assim contributos mais dispersos para a variação identificada.

Note-se, ainda, a existência de uma relativa variabilidade nos valores observados para a amostra em torno dos indicadores anteriores, com a mediana inferior aos valores médios a indiciar a influência das empresas localizadas na segunda metade da distribuição. Nesse sentido, o **Quadro 83** apresenta, para o total do ativo, o volume de negócios e o total de rendimentos, os valores mínimos, máximos e a amplitude, assim como os valores disponíveis para o primeiro e o terceiro quartis e para a amplitude interquartil.

Indicadores – Mínimo	2009	2010	2011	Média 09-11
Total do ativo	98.861	218.044	241.778	247.771
Volume de negócios	167.142	246.025	194.486	302.177
Total de rendimentos	168.264	42.010	77.357	192.306
Indicadores – Máximo	2009	2010	2011	Média 09-11
Total do ativo	57.719.113	44.851.109	45.155.268	49.241.830
Volume de negócios	39.534.361	61.232.549	61.654.761	51.263.195
Total de rendimentos	40.610.056	61.752.575	63.908.061	52.545.471
Indicadores – Amplitude	2009	2010	2011	Média 09-11
Total do ativo	57.620.252	44.633.064	44.913.490	48.994.059
Volume de negócios	39.367.220	60.986.524	61.460.275	50.961.018
Total de rendimentos	40.441.792	61.710.566	63.830.704	52.353.165
Indicadores – 1º Quartil	2009	2010	2011	Média 09-11
Total do ativo	1.121.621	1.206.696	1.282.023	1.180.153
Volume de negócios	1.299.767	1.416.547	1.269.459	1.345.174
Total de rendimentos	1.365.230	1.536.643	1.326.296	1.413.314
Indicadores – 3º Quartil	2009	2010	2011	Média 09-11
Total do ativo	5.035.596	5.379.912	5.768.903	5.514.732
Volume de negócios	5.426.946	6.112.458	6.234.077	5.962.649
Total de rendimentos	5.611.255	6.307.526	6.460.847	6.195.144
Indicadores – Amplitude interquartil	2009	2010	2011	Média 09-11
Total do ativo	3.913.975	4.173.216	4.486.880	4.334.579
Volume de negócios	4.127.179	4.695.911	4.964.618	4.617.475
Total de rendimentos	4.246.025	4.770.883	5.134.550	4.781.830

Quadro 83: Indicadores económico-financeiros (mínimo, máximo, quartis e amplitude).

O quadro anterior evidencia, além de uma significativa amplitude, a existência de empresas de maior dimensão a influenciar os valores médios anteriormente identificados, resultando em valores para a referida métrica mais próximos do 3º quartil e mais afastados da mediana, que por sua vez apresenta-se mais aproximada do primeiro quartil e mais afastada do 3º quartil da distribuição.

Assim, e conjugando-se as análises anteriormente efetuadas, constata-se a existência de uma significativa variabilidade dos dados. Os valores máximos, por sua vez, apresentam maiores divergências na comparação dos valores obtidos entre o ano de 2009 e o de 2010, com evoluções distintas consoante o indicador em causa (com movimentos de decréscimos e acréscimos para os indicadores do balanço e da demonstração dos resultados, respetivamente).

O próximo capítulo apresenta a análise dos resultados obtidos a partir da conjugação da informação obtida a partir do questionário e dos dados económico-financeiros, que, ao fim, permitirá a extração de conclusões relativamente às hipóteses definidas para este estudo.

13. Análise dos resultados obtidos

Este capítulo destina-se a apresentar os resultados obtidos a partir da relação entre os dados económico-financeiros e os dados obtidos a partir do questionário, no sentido da verificação das hipóteses definidas e com base nas linhas metodológicas definidas na parte precedente desta investigação.

Nesse sentido, recorde-se a hipótese geral anteriormente proposta, a partir da qual derivaram as hipóteses operacionais, e que se encontra baseada, entre outros aspetos, na relação entre os fatores culturais e o nível e a característica do endividamento das PME.

Hipótese geral:

H1: O nível e a característica do endividamento das PME são influenciados, para além dos elementos habitualmente referidos pelas teorias relacionadas com a estrutura de capital, por fatores culturais, onde se incluem os elementos relacionados com os valores culturais do conservadorismo e do secretismo.

Os **Quadros 84 a 87** apresentam os modelos fraccionários estimados a partir do conjunto de 438 empresas incluídas na amostra. Os resultados para o endividamento remunerado (não remunerado) encontra-se à esquerda (direita). Todos os modelos foram estimados com uma forma funcional do tipo *log-log* e com erros-padrão robustos à heterocedasticidade. Os sinais dos coeficientes (Coef.) indicam os sentidos dos efeitos parciais.

Nesse sentido, o **Quadro 84** evidenciado já na sequência identifica a relação entre as variáveis dependentes propostas e variáveis independentes selecionadas (VI), exclusivamente, a partir do questionário, nomeadamente, as variáveis relacionadas com o grau de conservadorismo e secretismo (q1s, q1c, q2, q3), com a importância e a utilidade da informação financeira (q4 e q5, respetivamente) e com as opções de financiamento baseadas no *public* e no *private equity* (q6).

O objetivo desta primeira análise prende-se com a necessidade de identificar as relações entre tais variáveis e o endividamento, em termos multivariados, sem a inclusão de outras variáveis em grande parte, embora não em exclusivo, relacionadas com as modernas teorias da estrutura de capital, nomeadamente, as variáveis relacionadas com as teorias do *trade-off*, da agência, da sinalização e da assimetria da informação e do *pecking order*, e obtidas a partir dos dados económico-financeiros. Ressalve-se ainda que os itens q1s e q1c comportam o agrupamento de cada um dos seis itens da primeira questão geral (q1) do questionário em torno dos conceitos do secretismo (itens 3, 5, 7, 9, 11 e 13) e do conservadorismo (itens 4, 6, 8, 10, 12 e 14).

Endividamento remunerado				Endividamento não remunerado			
VI	Coef.	Estatística t	valor-p	VI	Coef.	Estatística t	valor-p
sec2	0.057	1.08	0.278	sec2	-0.137	-3.34	0.001
sec3	-0.004	-0.06	0.955	sec3	0.048	0.88	0.380
sec4	0.020	0.31	0.760	sec4	0.023	0.36	0.717
part	-0.047	-0.63	0.529	part	-0.026	-0.42	0.676
nfam	-0.067	-1.28	0.200	nfam	0.108	2.31	0.021
q1s	-0.004	-0.60	0.547	q1s	0.003	0.59	0.558
q1c	-0.014	-2.10	0.036	q1c	0.008	1.39	0.163
q2_1	-0.004	-0.19	0.852	q2_1	0.005	0.32	0.746
q2_2	-0.022	-0.87	0.386	q2_2	0.008	0.42	0.677
q2_3	0.051	1.63	0.102	q2_3	-0.039	-1.54	0.124
q2_4	0.036	1.35	0.177	q2_4	-0.010	-0.45	0.655
q2_5	-0.016	-0.56	0.574	q2_5	0.029	1.29	0.196
q2_6	0.006	0.26	0.795	q2_6	-0.026	-1.18	0.237
q3_1	0.057	1.18	0.239	q3_1	-0.002	-0.05	0.958
q3_2	-0.062	-1.30	0.192	q3_2	0.070	1.77	0.076
q3_3	-0.022	-0.58	0.564	q3_3	-0.068	-2.35	0.019
q3_4	0.120	3.10	0.002	q3_4	0.034	1.22	0.222
q3_5	-0.036	-0.77	0.439	q3_5	0.039	1.21	0.226
q3_6	0.060	2.04	0.041	q3_6	-0.051	-2.07	0.038
q4_1	-0.008	-0.20	0.839	q4_1	-0.014	-0.45	0.653
q4_2	-0.015	-0.40	0.690	q4_2	0.031	1.04	0.300
q4_3	-0.053	-1.46	0.145	q4_3	-0.023	-0.66	0.506
q4_4	-0.026	-0.73	0.465	q4_4	-0.025	-0.89	0.373
q4_5	0.041	1.34	0.180	q4_5	-0.035	-1.46	0.145
q4_6	0.008	0.26	0.794	q4_6	0.018	0.72	0.474
q5	0.000	0.01	0.996	q5	-0.057	-1.92	0.054
q6	-0.060	-1.14	0.253	q6	-0.069	-1.54	0.122
_cons	-0.345	-1.41	0.157	_cons	0.138	0.68	0.497

Quadro 84: Resultados da regressão: dados do questionário (q1s e q1c).

Tendo em conta o quadro acima, e conforme as previsões iniciais do modelo, constata-se que o grau de conservadorismo, identificado através de seis itens propostos na primeira questão geral do questionário (q1c), encontra-se negativamente associada com o endividamento remunerado. Por outro lado, não se verifica a relação positiva inicialmente esperada entre esta variável e o endividamento não remunerado, bem como relações significativas entre o secretismo (q1s) e o endividamento (remunerado ou não remunerado). Note-se que a referida questão abarca em simultâneo os elementos relativos à gestão e ao financiamento empresarial passíveis de identificação dos referidos valores, encontrando-se os itens identificativos dos referidos valores propostos no sentido da determinação de um maior para um menor conservadorismo e secretismo. No que diz respeito aos valores do conservadorismo e do secretismo avaliados através dos aspetos relacionados, respetivamente, com o financiamento (q2) e com o processo de gestão empresarial (q3), propostos na segunda e na terceira questão geral do questionário, apenas alguns itens da última questão referida apresentam-se

significativos, identificando-se em alguns casos sinais divergentes relativamente às proposições iniciais.

Nesse sentido, tendo em consideração um nível de significância inferior a 5%, apenas no contexto do item SQ06 da variável q3 (q3_6), relacionado com o envolvimento dos sócios na tomada de decisão, identificam-se sinais simétricos para cada uma das características do endividamento. O item SQ02 da mesma variável, por outro lado, relacionado com a importância das estratégias que garantam a continuidade da entidade, apresenta o sinal esperado (para um nível de significância superior a 5% e inferior a 10%) para a relação com o endividamento não remunerado, ao passo que os itens SQ03 e SQ04, identificados, respetivamente, com a minimização dos riscos empresariais e com a definição das políticas de financiamento, apresentam sinais distintos (no primeiro caso, negativo para o endividamento não remunerado e, no segundo, positivo para o endividamento remunerado). Ressalve-se que os sinais contrários face às hipóteses propostas já referidos, identificados no contexto de três itens da terceira questão geral do questionário, podem ser explicados sob o ponto de vista individual e eventualmente fora da perspectiva do valor cultural do conservadorismo e/ou secretismo, tendo em conta que tais itens apresentam-se definidos em termos de grau de importância (e não em termos de concordância ou discordância com uma afirmação, como no contexto da primeira questão).

Não foram identificadas relações significativas entre o endividamento e o conservadorismo e secretismo a partir da avaliação da variável identificativa da possibilidade de recurso ao *public* ou ao *private equity* (q6).

Ainda no contexto das relações entre os valores culturais e o endividamento, e pese a inconsistência de alguns sinais identificados entre as variáveis dependentes do modelo e alguns itens da variável q3, destaque-se os sinais contrários observados para a relação entre as primeiras variáveis (variáveis q1s e q1c) e cada uma das características de endividamento em causa (remunerado e não remunerado).

Por sua vez, as variáveis relativas à importância (q4) e à utilidade (q5) da informação financeira não se revelaram significativamente associadas com o endividamento remunerado. A variável relativa à utilidade da informação financeira (q5), no entanto, apresentou-se negativamente associada ao endividamento remunerado (conforme proposição inicial), embora a um nível de significância ligeiramente superior a 5% e inferior a 10%.

As empresas não familiares apresentam-se significativamente associadas apenas no contexto do endividamento remunerado, identificando-se uma relação positiva que se encontra igualmente em linha com as proposições iniciais do modelo.

Por fim, os setores de atividade não se revelaram significativamente associados com o endividamento, exceção feita à relação negativa entre a variável sec2, representativa do setor da Indústria, e o endividamento não remunerado.

O **Quadro 85** apresenta, por sua vez, as mesmas variáveis identificadas no modelo anterior promovendo, no entanto, o agrupamento da primeira questão geral do questionário em torno de um único conceito (q1_t) que agrega os valores do conservadorismo e do secretismo (itens 3 a 14), e tendo por base as relações constatadas nos capítulos precedentes.

Endividamento remunerado				Endividamento não remunerado			
VI	Coef.	Estatística t	valor-p	VI	Coef.	Estatística t	valor-p
sec2	0.059	1.13	0.260	sec2	-0.139	-3.39	0.001
sec3	0.000	-0.00	0.997	sec3	0.046	0.84	0.402
sec4	0.029	0.45	0.655	sec4	0.018	0.29	0.768
part	-0.048	-0.65	0.515	part	-0.025	-0.41	0.685
nfam	-0.069	-1.33	0.183	nfam	0.109	2.33	0.020
q1_t	-0.009	-2.85	0.004	q1_t	0.005	2.15	0.031
q2_1	-0.003	-0.14	0.887	q2_1	0.005	0.31	0.759
q2_2	-0.021	-0.79	0.427	q2_2	0.007	0.37	0.714
q2_3	0.050	1.58	0.114	q2_3	-0.038	-1.51	0.131
q2_4	0.039	1.47	0.141	q2_4	-0.011	-0.51	0.613
q2_5	-0.017	-0.60	0.549	q2_5	0.029	1.31	0.191
q2_6	0.005	0.21	0.835	q2_6	-0.026	-1.16	0.246
q3_1	0.054	1.12	0.262	q3_1	-0.001	-0.03	0.979
q3_2	-0.063	-1.32	0.188	q3_2	0.071	1.77	0.077
q3_3	-0.023	-0.59	0.557	q3_3	-0.068	-2.34	0.019
q3_4	0.120	3.10	0.002	q3_4	0.034	1.22	0.221
q3_5	-0.034	-0.74	0.457	q3_5	0.039	1.20	0.231
q3_6	0.056	1.88	0.060	q3_6	-0.049	-1.98	0.048
q4_1	-0.010	-0.26	0.797	q4_1	-0.013	-0.43	0.670
q4_2	-0.016	-0.43	0.664	q4_2	0.032	1.06	0.290
q4_3	-0.055	-1.52	0.127	q4_3	-0.022	-0.64	0.522
q4_4	-0.023	-0.66	0.511	q4_4	-0.026	-0.94	0.348
q4_5	0.041	1.33	0.183	q4_5	-0.035	-1.46	0.145
q4_6	0.009	0.30	0.767	q4_6	0.018	0.71	0.478
q5	0.002	0.05	0.962	q5	-0.057	-1.94	0.053
q6	-0.062	-1.18	0.237	q6	-0.068	-1.52	0.128
_cons	-0.350	-1.44	0.150	_cons	0.139	0.68	0.494

Quadro 85: Resultados da regressão: questionário (q1_t).

Analisando-se o referido quadro constata-se a manutenção, em linhas gerais, das relações significativas (positivas e/ou negativas) anteriormente identificadas. Como ponto de destaque, no entanto, refira-se a existência de uma relação negativa mais fortalecida constatada para este modelo a partir do agrupamento efetuado em torno dos itens da primeira questão geral do questionário (que agrega os conceitos de conservadorismo e de secretismo) e o endividamento remunerado. Destaque-se neste novo modelo a verificação da relação positiva entre esta nova variável (q1_t) e o endividamento não remunerado, conforme proposições iniciais, assistindo-se, por outro lado, a um aumento do nível de significância para alguns dos itens da questão 3, nomeadamente para o item SQ06.

Endividamento remunerado				Endividamento não remunerado			
VI	Coef.	Estatística t	valor-p	VI	Coef.	Estatística t	valor-p
sec2	0.021	0.46	0.646	sec2	-0.083	-2.21	0.027
sec3	0.058	0.90	0.367	sec3	-0.011	-0.19	0.847
sec4	0.037	0.68	0.495	sec4	0.020	0.32	0.747
part	0.062	0.90	0.367	part	-0.046	-0.83	0.408
nfam	-0.019	-0.41	0.684	nfam	0.053	1.32	0.188
q1s	-0.001	-0.23	0.821	q1s	0.004	0.89	0.374
q1c	-0.013	-2.24	0.025	q1c	0.007	1.22	0.223
q2_1	-0.035	-1.82	0.069	q2_1	0.018	1.19	0.233
q2_2	-0.017	-0.78	0.435	q2_2	0.023	1.23	0.218
q2_3	0.034	1.23	0.218	q2_3	-0.037	-1.56	0.120
q2_4	0.030	1.40	0.161	q2_4	-0.013	-0.62	0.535
q2_5	-0.001	-0.03	0.979	q2_5	0.025	1.16	0.247
q2_6	0.001	0.06	0.950	q2_6	-0.018	-0.88	0.378
q3_1	0.076	1.71	0.088	q3_1	-0.010	-0.28	0.782
q3_2	-0.071	-1.71	0.087	q3_2	0.051	1.48	0.138
q3_3	-0.020	-0.62	0.536	q3_3	-0.028	-1.06	0.291
q3_4	0.103	2.91	0.004	q3_4	0.028	1.09	0.278
q3_5	-0.024	-0.64	0.525	q3_5	0.009	0.29	0.774
q3_6	0.047	1.89	0.059	q3_6	-0.047	-2.05	0.040
q4_1	-0.026	-0.80	0.426	q4_1	-0.007	-0.25	0.806
q4_2	0.002	0.05	0.961	q4_2	0.042	1.65	0.099
q4_3	-0.104	-3.28	0.001	q4_3	-0.009	-0.29	0.775
q4_4	0.023	0.78	0.435	q4_4	-0.038	-1.43	0.153
q4_5	0.042	1.61	0.108	q4_5	-0.039	-1.79	0.073
q4_6	0.030	1.17	0.242	q4_6	0.012	0.54	0.590
q5	0.005	0.19	0.847	q5	-0.046	-1.74	0.082
q6	0.006	0.13	0.899	q6	-0.060	-1.41	0.157
DIM	0.086	4.03	0.000	DIM	-0.079	-4.40	0.000
COL	0.732	5.71	0.000	COL	-0.603	-5.72	0.000
AGE	-0.005	-2.61	0.009	AGE	-0.005	-3.44	0.001
BEN	0.882	1.30	0.193	BEN	1.128	1.69	0.091
LIQ	-1.027	-7.70	0.000	LIQ	-0.192	-1.58	0.114
RIS	0.107	0.62	0.537	RIS	-0.005	-0.04	0.967
CRE	-0.171	-1.21	0.227	CRE	0.280	1.99	0.047
RET	-0.723	-1.99	0.047	RET	-0.600	-1.86	0.063
_cons	-1.677	-4.30	0.000	_cons	1.510	4.64	0.000

Quadro 86: Resultados da regressão: questionário e dados económico-financeiros (q1s e q1c).

O **Quadro 86** relaciona, por seu turno, todas as variáveis propostas para este estudo, nomeadamente, as variáveis obtidas a partir do questionário e dos dados económico-financeiros, apresentando-se a primeira questão geral do questionário desagregada em torno das variáveis identificativas dos conceitos de conservadorismo e secretismo.

Assim, destaque-se em linhas gerais a manutenção dos resultados obtidos no primeiro modelo para a variável q1c e o endividamento. Como novos elementos, refira-se a associação negativa (a um nível de significância superior a 5% e inferior a 10%) entre o endividamento remunerado e o item SQ01 da questão 2, relacionado com a manutenção do controlo da sociedade, conforme proposições iniciais. Ainda no contexto do endividamento remunerado, e igualmente com um nível de significância superior a 5% e inferior a 10%, identificam-se relações entre este tipo de endividamento e dois novos itens da questão q3, nomeadamente, os itens SQ01 e SQ02, identificativos, respetivamente, da imagem e reputação da empresa (relação positiva) e das estratégias que garantem a continuidade (relação negativa). Por outro lado, no contexto do endividamento não remunerado, apenas o item SQ06 da questão 3 mantém a relação significativa (e negativa) anteriormente identificada.

A utilidade da informação financeira mantém-se negativamente relacionada com o endividamento remunerado, surgindo, no entanto, associações entre itens da questão 4, identificativa da importância da informação financeira e cada um dos endividamentos objeto de estudo. Em apenas um caso, no entanto, a relação apresenta-se a um nível de significância inferior a 5% (relação negativa, conforme esperado, entre as informações extraídas do relato financeiro e o endividamento remunerado). Os dois casos remanescentes (com um nível de significância superior a 5% e inferior a 10%), nomeadamente, os itens SQ02 (informação sobre os resultados do período) e SQ05 (informação sobre os fluxos de caixa do período), apresentam-se relacionados com o endividamento não remunerado, com associações positivas e negativas, respetivamente.

As variáveis relacionadas com as estruturas de governação e de propriedade, nomeadamente, a participação dos proprietários nos órgãos de gestão (part) e as empresas não familiares (nfam), não se apresentaram relacionadas com o endividamento (remunerado ou não remunerado), nesse último caso, contrariamente ao identificado no contexto do primeiro modelo.

A dimensão (DIM) e o valor de garantia de ativos (COL) revelaram-se significativos em ambos os casos (endividamento remunerado e endividamento não remunerado),

apresentando, no entanto, sinais contrários consoante a natureza do endividamento (positiva relativamente ao endividamento remunerado e negativa relativamente ao endividamento não remunerado). Note-se que tal evidência pode ser justificado pelo maior risco associado ao endividamento remunerado, o que, sob o ponto de vista dos financiadores (mutuários), conduz a uma maior necessidade de prestação de garantias e de informação por parte dos mutuantes. Nesse sentido, a referida constatação também se encontra em linha com as afirmações habitualmente referidas na literatura de que quanto menor a dimensão empresarial, maior a dificuldade sentida na obtenção de financiamento bancário, quer pelo nível de garantias prestadas quer pelas maiores assimetrias informacionais, como elementos inversamente relacionados com a dimensão empresarial. Refira-se ainda a existência de custos de refinanciamento superiores, em termos relativos, para as empresas de menor dimensão.

A referida justificação encontra suporte quer à luz da teoria do *trade-off* quer à luz da teoria do *pecking order*, na medida em que as empresas de maior dimensão e com maior valor de garantia dos seus ativos tendencialmente apresentam maiores níveis de endividamento remunerado. Assim, e tendo em conta que o referido recurso pode tornar-se menos acessível às empresas de menor dimensão e com um menor valor dos ativos oferecidos como garantia. Ressalve-se ainda que estudos relativos à estrutura de capital já anteriormente identificaram a relação negativa entre o endividamento e as variáveis dimensão e/ou o valor de garantia de ativos, quer no contexto nacional (Novo: 2009) quer no contexto internacional (Barton e Gordon, 1988; Booth *et al.*, 2001; Kim e Sorensen, 1986; Titman e Wessels, 1988).

Conforme previsão inicial do modelo, a maturidade (AGE) e a rendibilidade (RET) encontram-se, em ambos os casos, negativamente relacionadas com o endividamento (remunerado e não remunerado), seguindo as previsões da teoria do *pecking order*. Tais resultados contrariam, desse modo, as previsões subjacentes a outras teorias da estrutura do capital, como as relações positivas previstas para as referidas variáveis no contexto da teoria da agência e da teoria do *trade-off*, respetivamente. Note-se, contudo, no que diz respeito à relação entre a rendibilidade e o endividamento não remunerado, a verificação de um nível de significância situado entre 5% e 10%.

Por outro lado, não foram identificadas associações significativas entre o crescimento (CRE), variável que se encontra igualmente na base da teoria do *pecking order*, e o endividamento, exceto no contexto do endividamento não remunerado, em que se verifica uma associação positiva. Hall *et al.* (2004) e Jordan *et al.* (1998), no contexto

internacional, e Rebelo (2003), Silva Junior (2012) e Vieira e Novo (2010), no contexto nacional, não identificaram relações entre a referida variável e o endividamento, sendo certo, no entanto, que os referidos autores não utilizaram a desagregação proposta neste estudo para a análise do endividamento.

A liquidez (LIQ) e os benefícios fiscais não associados ao endividamento (BEN) apenas se encontram significativamente associados a uma das características de endividamento analisadas neste estudo: o endividamento remunerado e o endividamento não remunerado, respetivamente (relação negativa e positiva, respetivamente). Refira-se ainda, nesse último caso, que tal relação identifica-se apenas a um nível de significância superior a 5% e inferior a 10%. Em ambos os casos, no entanto, as razões podem ser eventualmente justificadas a partir da associação entre o endividamento e o maior conservadorismo, como valor identificativo de uma menor propensão ao risco por parte dos mutuantes. Assim, a liquidez apresenta-se negativamente relacionada apenas com o endividamento remunerado, seguindo igualmente a previsão subjacente à teoria do *pecking order*. A existência dessa relação pode ser justificado pelos maiores riscos associados a essa característica do endividamento, o que indicia uma menor propensão ao endividamento com tal característica (remunerado) na existência de uma maior liquidez. Os benefícios fiscais não associados ao endividamento, por sua vez, definido à luz da teoria do *trade-off*, apresentam-se positivamente relacionados, apenas, com o endividamento não remunerado, encontrando-se de igual modo conforme com as previsões iniciais. Bradley *et al.* (1984) e Vieira e Novo (2010) estão entre os autores que já anteriormente reportaram relações positivas entre a referida variável e o endividamento. A relação positiva identificada entre o endividamento não remunerado e a referida variável poderá ser justificada, por sua vez, pela menor propensão à contração de endividamento remunerado quando os riscos de falência apresentam-se mais elevados. Sob um outro ponto de vista, Pettit e Singer (1985) referem que a utilização dos benefícios fiscais associados ao endividamento é pouco significativa no contexto das PME, na medida em que tais empresas apresentam menores níveis de resultados que justifiquem a consideração de tais benefícios.

Por outro lado, não foi identificada qualquer associação entre o risco (RIS) e o endividamento, em linha com os resultados obtidos, designadamente, por Rebelo (2003) e Sogorb-Mira e Lopez-Gracia (2003).

Por fim, refira-se que a variável setor apresenta a mesma relação (negativa), já identificada no modelo anterior, entre o endividamento não remunerado e a Indústria.

Nesse sentido, em linha com constatações anteriores, os efeitos do setor como um todo não se revelam suficientes para a explicação das opções de financiamento empresarial. O **Quadro 87**, por fim, identifica o modelo proposto para as mesmas variáveis incluídas no modelo anterior, promovendo, no entanto, uma vez mais, o agrupamento dos itens propostos na primeira questão geral do questionário em torno dos valores culturais do conservadorismo e do secretismo (q1_t).

Endividamento remunerado				Endividamento não remunerado			
VI	Coef.	Estatística t	valor-p	VI	Coef.	Estatística t	valor-p
sec2	0.024	0.50	0.614	sec2	-0.084	-2.23	0.026
sec3	0.063	0.97	0.330	sec3	-0.012	-0.21	0.835
sec4	0.048	0.90	0.367	sec4	0.018	0.29	0.770
part	0.060	0.87	0.386	part	-0.046	-0.82	0.410
nfam	-0.021	-0.46	0.649	nfam	0.053	1.32	0.186
q1_t	-0.007	-2.46	0.014	q1_t	0.005	2.32	0.020
q2_1	-0.034	-1.77	0.077	q2_1	0.018	1.19	0.235
q2_2	-0.015	-0.70	0.486	q2_2	0.023	1.23	0.217
q2_3	0.033	1.16	0.246	q2_3	-0.036	-1.55	0.121
q2_4	0.033	1.53	0.125	q2_4	-0.013	-0.65	0.514
q2_5	-0.001	-0.04	0.965	q2_5	0.025	1.17	0.243
q2_6	-0.001	-0.04	0.970	q2_6	-0.017	-0.87	0.384
q3_1	0.072	1.60	0.109	q3_1	-0.010	-0.26	0.792
q3_2	-0.072	-1.73	0.084	q3_2	0.052	1.49	0.136
q3_3	-0.021	-0.65	0.513	q3_3	-0.028	-1.05	0.294
q3_4	0.104	2.93	0.003	q3_4	0.028	1.09	0.275
q3_5	-0.022	-0.58	0.563	q3_5	0.009	0.27	0.784
q3_6	0.043	1.72	0.085	q3_6	-0.046	-2.02	0.043
q4_1	-0.028	-0.87	0.386	q4_1	-0.006	-0.23	0.816
q4_2	0.000	-0.01	0.992	q4_2	0.043	1.67	0.096
q4_3	-0.106	-3.37	0.001	q4_3	-0.008	-0.27	0.786
q4_4	0.026	0.88	0.378	q4_4	-0.038	-1.46	0.144
q4_5	0.041	1.59	0.112	q4_5	-0.040	-1.80	0.072
q4_6	0.032	1.23	0.219	q4_6	0.012	0.53	0.593
q5	0.007	0.25	0.806	q5	-0.046	-1.74	0.081
q6	0.004	0.08	0.939	q6	-0.060	-1.41	0.159
DIM	0.086	4.05	0.000	DIM	-0.079	-4.41	0.000
COL	0.732	5.67	0.000	COL	-0.603	-5.72	0.000
AGE	-0.005	-2.56	0.011	AGE	-0.005	-3.45	0.001
BEN	0.876	1.28	0.200	BEN	1.127	1.69	0.092
LIQ	-1.023	-7.67	0.000	LIQ	-0.193	-1.59	0.113
RIS	0.114	0.65	0.517	RIS	-0.005	-0.05	0.964
CRE	-0.162	-1.14	0.255	CRE	0.278	1.98	0.047
RET	-0.745	-2.05	0.041	RET	-0.594	-1.85	0.065
_cons	-1.688	-4.34	0.000	_cons	1.513	4.65	0.000

Quadro 87: Resultados da regressão: questionário e dados económico-financeiros (q1_t).

Em síntese, verifica-se, em linhas gerais, as mesmas conclusões identificadas no contexto do modelo anterior, com a manutenção da associação negativa identificada na primeira questão geral do questionário e o endividamento remunerado. Destaque-se que a nova variável incluída no modelo, relacionada com os valores do conservadorismo e

do secretismo analisados agregadamente (variável q1_t) apresenta-se negativamente (positivamente) relacionada com o endividamento remunerado (não remunerado), conforme as proposições inicialmente lançadas.

Os dois quadros seguintes (**Quadros 88 e 89**) sintetizam os resultados obtidos relativamente a cada uma das naturezas de endividamento (remunerado e não remunerado, respetivamente), tendo em conta os quatro modelos de regressão efetuados, nomeadamente: variáveis obtidas exclusivamente a partir do questionário, com os valores culturais do conservadorismo e do secretismo individual (modelo I) ou agrupadamente identificados (modelo II), bem como os modelos completos (variáveis obtidas a partir do questionário e dos dados económico-financeiros), uma vez mais, com os valores culturais do conservadorismo e do secretismo individual (modelo III) ou agrupadamente identificados (modelo IV). Tais quadros permitem uma comparação mais imediata das variáveis independentes significativamente relacionadas com cada uma das características de endividamento em análise (remunerado e não remunerado), variáveis dependentes do modelo, em cada um dos modelos anteriormente apresentados. Refira-se, no entanto, que para efeito de apresentação dos resultados apenas foram considerados o valor dos coeficientes obtidos e o valor-*p*.

Nesse sentido, e tendo em conta o primeiro quadro (**Quadro 88**), que analisa os resultados obtidos para o endividamento remunerado, é de referir-se desde logo, e em jeito de síntese, a significativa relação (negativa) entre o endividamento anteriormente referido e o valor cultural do conservadorismo (variável q1c) e da variável que agrega este mesmo valor com o secretismo (variável q1_t), tendo presente os elementos obtidos a partir da questão 1 do questionário.

No contexto dos itens identificativos de tais valores culturais, associados, especificamente, com o processo de obtenção de financiamento (questão 2) e com os aspetos da gestão empresarial (questão 3) é de referir-se, como o resultado mais consensual entre os modelos (a um nível de significância inferior a 5%), a relação positiva entre o endividamento remunerado e a importância atribuída à definição das políticas de financiamento (variável q3_4), que pode indiciar uma relação mais direta entre este fator e a contração do endividamento remunerado por parte dos gestores e/ou proprietários (e não propriamente com a existência de um maior conservadorismo ou secretismo por parte de tais elementos, como inicialmente considerado).

No que diz respeito às questões relacionadas com a informação financeira, avaliada em termos da sua importância (questão 4) ou da sua utilidade para efeitos de tomada de

decisão (questão 5), é de referir-se a relação negativa consistentemente identificada (a um nível de significância inferior a 5%) entre a informação oriunda do anexo e o endividamento remunerado, nos modelos que incluem os dados económico-financeiros.

Endividamento remunerado											
Modelo I			Modelo II			Modelo III			Modelo IV		
VI	Coef.	valor-p	VI	Coef.	valor-p	VI	Coef.	valor-p	VI	Coef.	valor-p
sec2	0.057	0.278	sec2	0.059	0.260	sec2	0.021	0.646	sec2	0,024	0.614
sec3	-0.004	0.955	sec3	0.000	0.997	sec3	0.058	0.367	sec3	0,063	0.330
sec4	0.020	0.760	sec4	0.029	0.655	sec4	0.037	0.495	sec4	0,048	0.367
part	-0.047	0.529	part	-0.048	0.515	part	0.062	0.367	part	0,06	0.386
nfam	-0.067	0.200	nfam	-0.069	0.183	nfam	-0.019	0.684	nfam	-0,021	0.649
q1s	-0.004	0.547	q1_t	-0.009	0.004	q1s	-0.001	0.821	q1_t	-0,007	0.014
q1c	-0.014	0.036	q2_1	-0.003	0.887	q1c	-0.013	0.025	q2_1	-0.034	0.077
q2_1	-0.004	0.852	q2_2	-0.021	0.427	q2_1	-0.035	0.069	q2_2	-0.015	0.486
q2_2	-0.022	0.386	q2_3	0.050	0.114	q2_2	-0.017	0.435	q2_3	0.033	0.246
q2_3	0.051	0.102	q2_4	0.039	0.141	q2_3	0.034	0.218	q2_4	0.033	0.125
q2_4	0.036	0.177	q2_5	-0.017	0.549	q2_4	0.030	0.161	q2_5	-0.001	0.965
q2_5	-0.016	0.574	q2_6	0.005	0.835	q2_5	-0.001	0.979	q2_6	-0.001	0.970
q2_6	0.006	0.795	q3_1	0.054	0.262	q2_6	0.001	0.950	q3_1	0.072	0.109
q3_1	0.057	0.239	q3_2	-0.063	0.188	q3_1	0.076	0.088	q3_2	-0.072	0.084
q3_2	-0.062	0.192	q3_3	-0.023	0.557	q3_2	-0.071	0.087	q3_3	-0.021	0.513
q3_3	-0.022	0.564	q3_4	0.120	0.002	q3_3	-0.020	0.536	q3_4	0.104	0.003
q3_4	0.120	0.002	q3_5	-0.034	0.457	q3_4	0.103	0.004	q3_5	-0.022	0.563
q3_5	-0.036	0.439	q3_6	0.056	0.060	q3_5	-0.024	0.525	q3_6	0.043	0.085
q3_6	0.060	0.041	q4_1	-0.010	0.797	q3_6	0.047	0.059	q4_1	-0.028	0.386
q4_1	-0.008	0.839	q4_2	-0.016	0.664	q4_1	-0.026	0.426	q4_2	0.000	0.992
q4_2	-0.015	0.690	q4_3	-0.055	0.127	q4_2	0.002	0.961	q4_3	-0.106	0.001
q4_3	-0.053	0.145	q4_4	-0.023	0.511	q4_3	-0.104	0.001	q4_4	0.026	0.378
q4_4	-0.026	0.465	q4_5	0.041	0.183	q4_4	0.023	0.435	q4_5	0.041	0.112
q4_5	0.041	0.180	q4_6	0.009	0.767	q4_5	0.042	0.108	q4_6	0.032	0.219
q4_6	0.008	0.794	q5	0.002	0.962	q4_6	0.030	0.242	q5	0.007	0.806
q5	0.000	0.996	q6	-0.062	0.237	q5	0.005	0.847	q6	0.004	0.939
q6	-0.060	0.253				q6	0.006	0.899			
						DIM	0.086	0.000	DIM	0.086	0.000
						COL	0.732	0.000	COL	0.732	0.000
						AGE	-0.005	0.009	AGE	-0.005	0.011
						BEN	0.882	0.193	BEN	0.876	0.200
						LIQ	-1.027	0.000	LIQ	-1.023	0.000
						RIS	0.107	0.537	RIS	0.114	0.517
						CRE	-0.171	0.227	CRE	-0.162	0.255
						RET	-0.723	0.047	RET	-0.745	0.041
_cons	-0.345	0.157	_cons	-0.350	0.150	_cons	-1.677	0.000	_cons	-1.688	0.000

Quadro 88: Resultados da regressão: endividamento remunerado.

Para as variáveis extraídas a partir dos dados económico-financeiros identificam-se relações significativas entre o endividamento remunerado e a dimensão (DIM) e o valor de garantia dos ativos (COL), no que diz respeito às relações positivas, assim como entre a mesma característica de endividamento e a maturidade (AGE), liquidez (LIQ) e a rentabilidade (RET), no que toca, por outro lado, às relações negativas.

O próximo quadro (**Quadro 89**), por sua vez, analisa os resultados obtidos para o endividamento não remunerado.

Endividamento não remunerado											
Modelo I			Modelo II			Modelo III			Modelo IV		
VI	Coef.	valor-p	VI	Coef.	valor-p	VI	Coef.	valor-p	VI	Coef.	valor-p
sec2	-0.137	0.001	sec2	-0.139	0.001	sec2	-0.083	0.027	sec2	-0,084	0.026
sec3	0.048	0.380	sec3	0,046	0.402	sec3	-0.011	0.847	sec3	-0,012	0.835
sec4	0.023	0.717	sec4	0,018	0.768	sec4	0.020	0.747	sec4	0,018	0.770
part	-0.026	0.676	part	-0,025	0.685	part	-0.046	0.408	part	-0,046	0.410
nfam	0.108	0.021	nfam	0,109	0.020	nfam	0.053	0.188	nfam	0,053	0.186
q1s	0.003	0.558	q1_t	0,005	0.031	q1s	0.004	0.374	q1_t	0,005	0.020
q1c	0.008	0.163				q1c	0.007	0.223			
q2_1	0.005	0.746	q2_1	0.005	0.759	q2_1	0.018	0.233	q2_1	0.018	0.235
q2_2	0.008	0.677	q2_2	0.007	0.714	q2_2	0.023	0.218	q2_2	0.023	0.217
q2_3	-0.039	0.124	q2_3	-0.038	0.131	q2_3	-0.037	0.120	q2_3	-0.036	0.121
q2_4	-0.010	0.655	q2_4	-0.011	0.613	q2_4	-0.013	0.535	q2_4	-0.013	0.514
q2_5	0.029	0.196	q2_5	0.029	0.191	q2_5	0.025	0.247	q2_5	0.025	0.243
q2_6	-0.026	0.237	q2_6	-0.026	0.246	q2_6	-0.018	0.378	q2_6	-0.017	0.384
q3_1	-0.002	0.958	q3_1	-0.001	0.979	q3_1	-0.010	0.782	q3_1	-0.010	0.792
q3_2	0.070	0.076	q3_2	0.071	0.077	q3_2	0.051	0.138	q3_2	0.052	0.136
q3_3	-0.068	0.019	q3_3	-0.068	0.019	q3_3	-0.028	0.291	q3_3	-0.028	0.294
q3_4	0.034	0.222	q3_4	0.034	0.221	q3_4	0.028	0.278	q3_4	0.028	0.275
q3_5	0.039	0.226	q3_5	0.039	0.231	q3_5	0.009	0.774	q3_5	0.009	0.784
q3_6	-0.051	0.038	q3_6	-0.049	0.048	q3_6	-0.047	0.040	q3_6	-0.046	0.043
q4_1	-0.014	0.653	q4_1	-0.013	0.670	q4_1	-0.007	0.806	q4_1	-0.006	0.816
q4_2	0.031	0.300	q4_2	0.032	0.290	q4_2	0.042	0.099	q4_2	0.043	0.096
q4_3	-0.023	0.506	q4_3	-0.022	0.522	q4_3	-0.009	0.775	q4_3	-0.008	0.786
q4_4	-0.025	0.373	q4_4	-0.026	0.348	q4_4	-0.038	0.153	q4_4	-0.038	0.144
q4_5	-0.035	0.145	q4_5	-0.035	0.145	q4_5	-0.039	0.073	q4_5	-0.040	0.072
q4_6	0.018	0.474	q4_6	0.018	0.478	q4_6	0.012	0.590	q4_6	0.012	0.593
q5	-0.057	0.054	q5	-0.057	0.053	q5	-0.046	0.082	q5	-0.046	0.081
q6	-0.069	0.122	q6	-0.068	0.128	q6	-0.060	0.157	q6	-0.060	0.159
						DIM	-0.079	0.000	DIM	-0.079	0.000
						COL	-0.603	0.000	COL	-0.603	0.000
						AGE	-0.005	0.001	AGE	-0.005	0.001
						BEN	1.128	0.091	BEN	1.127	0.092
						LIQ	-0.192	0.114	LIQ	-0.193	0.113
						RIS	-0.005	0.967	RIS	-0.005	0.964
						CRE	0.280	0.047	CRE	0.278	0.047
						RET	-0.600	0.063	RET	-0.594	0.065
_cons	0.138	0.497	_cons	0.139	0.494	_cons	1.510	0.000	_cons	1.513	0.000

Quadro 89: Resultados da regressão: endividamento não remunerado.

Com base no quadro acima, é possível identificar uma relação negativa entre um dos setores em análise (sec2, identificativo da Indústria) e o endividamento em análise.

As empresas não familiares (nfam) apresentam-se, conforme as proposições iniciais, positivamente associadas com o endividamento não remunerado. A associação positiva, no entanto, é passível de constatação apenas nos modelos que utilizam exclusivamente as variáveis obtidas a partir do questionário (modelos I e II).

No que diz respeito às variáveis culturais, identifica-se uma significativa relação (positiva) entre o endividamento não remunerado e o valor cultural do conservadorismo e do secretismo quando agregadamente considerados (variável q1_t), não se verificando, portanto, relações significativas entre os referidos valores individualmente considerados e o atrás referido endividamento.

No contexto dos itens identificativos de tais valores culturais, associados, especificamente, com o processo de obtenção de financiamento (questão 2) e com os aspetos da gestão empresarial (questão 3) é de referir-se, como o resultado mais consensual entre os modelos (a um nível de significância inferior a 5%), a relação negativa entre o endividamento não remunerado e a importância atribuída ao envolvimento dos sócios no processo de tomada de decisão (variável q3_6), relação precisamente inversa à identificada no contexto do endividamento remunerado, embora, nesse último caso, a um nível de significância superior a 5% e inferior a 10%. As razões para tais resultados podem ser eventualmente explicadas pelas relações mais diretas entre o referido item e a contração de endividamento remunerado/não remunerado (e, uma vez mais, não propriamente com a existência de um maior conservadorismo ou secretismo por parte dos gestores e/ou proprietários das PME).

No que diz respeito às questões relacionadas com a informação financeira (questões 4 e 5 do questionário), importa destacar nesse contexto a relação negativa consistentemente identificada (embora a um nível de significância superior a 5% e inferior a 10%) entre a utilidade da informação financeira (questão 5) e o endividamento não remunerado, em linha com as proposições iniciais.

Por fim, para as variáveis extraídas a partir dos dados económico-financeiros identificam-se relações significativas (em alguns casos, a um nível de significância superior a 5% e inferior a 10%) entre o endividamento não remunerado e os benefícios fiscais não associados ao endividamento (BEN) e o crescimento (CRE), no que diz respeito às relações negativas, e entre o mesmo endividamento e a dimensão (DIM), o valor de garantia dos ativos (COL), a maturidade (AGE), e a rentabilidade (RET), no que toca, por outro lado, às relações negativas.

Na sequência dos elementos anteriormente apresentados, os dois próximos quadros (**Quadros 90 e 91**) identificam, consoante estejam em causa as variáveis obtidas a partir do questionário ou a partir dos dados económico-financeiros, os resultados obtidos a partir de cada uma das hipóteses operacionais propostas, tendo em conta das conclusões obtidas relativamente aos modelos de regressão efetuados.

Nesse sentido, o próximo quadro (**Quadro 90**) sintetiza os resultados obtidos tendo em conta as variáveis selecionadas a partir do questionário.

Síntese dos resultados obtidos – Variáveis obtidas a partir do questionário			
Variável	Endividamento remunerado (relação esperada)	Endividamento não remunerado (relação esperada)	Resultados obtidos
q1: Grau de conservadorismo e secretismo (I) – Questões gerais	-	+	Relações significativas e contrárias entre estas variáveis e as características de endividamento confirmadas, bem como os sinais da relação esperados como resultado da agregação das duas variáveis. A desagregação q1s e q1c apresenta-se significativa apenas na relação entre a variável q1c e o endividamento remunerado.
q2: Grau de conservadorismo e secretismo (II) – Fatores a ter em conta no processo de obtenção de financiamento	-	+	Relações não significativas identificadas em qualquer um dos modelos propostos, exceto para um dos itens, em que se verifica, exclusivamente no contexto do modelo global, uma relação negativa com o endividamento remunerado, conforme previsões iniciais.
q3: Grau de conservadorismo e secretismo (III) – Aspectos da gestão empresarial	-	+	Relações significativas entre alguns itens e o endividamento identificados em alguns modelos. Itens específicos apresentam relações com o endividamento remunerado e com o endividamento não remunerado, nem sempre em linha com as proposições iniciais e, em alguns casos, a um nível de significância superior a 5% e inferior a 10%.
q6: <i>Public e private equity</i>	+	-	Relações não significativas identificadas em todos os modelos propostos.
Nfam: Empresas não familiares	-	+	Relações significativas (positivas) identificadas com o endividamento não remunerado apenas nos dois primeiros modelos (variáveis do questionário), apresentando-se conforme com as hipóteses desenvolvidas.
Part: Participação de proprietários na gestão	-	+	Relações não significativas identificadas em todos os modelos propostos.
q4 e q5: Importância e utilidade da informação financeira	-	-	Relações significativas (e negativas) identificadas para a variável q5 em todos os modelos propostos para o endividamento não remunerado (embora a um nível de significância superior a 5% e inferior a 10%). Para a variável q4, identificam-se em alguns casos, e apenas no contexto dos modelos globais, relações significativas, no entanto, em apenas um caso a um nível de significância inferior a 5%.
SEC: Setor de atividade	?	?	Relações significativas (e negativas) apenas com o endividamento não remunerado em todos os modelos propostos, mas apenas para um dos setores identificados (a Indústria).
Legenda: “+”: Relação positiva com o nível de endividamento em análise “-”: Relação negativa com o nível de endividamento em análise			

Quadro 90: Síntese dos resultados da regressão: questionário.

O quadro que se segue (**Quadro 91**) identifica, por sua vez, as variáveis económico-financeiras incluídas, conjuntamente com as variáveis obtidas a partir do questionário, nos dois últimos modelos propostos (modelos globais) e anteriormente apresentados.

Síntese dos resultados obtidos – Variáveis obtidas a partir dos dados económico-financeiros			
Variável	Endividamento remunerado (relação esperada)	Endividamento não remunerado (relação esperada)	Resultados obtidos
AGE: Maturidade	-	-	Relações negativas e significativas confirmadas em todos os modelos propostos para a variável, em linha com as proposições iniciais.
BEN: Benefícios fiscais não associados ao endividamento	-	+	Relações positivas e significativas confirmadas apenas no contexto do endividamento não remunerado (a um nível de significância superior a 5% e inferior a 10%), encontrando-se, nesse último caso, em linha com as proposições iniciais.
COL: Valor de garantia dos ativos	+	+	Relações negativas (positivas) e significativas identificadas para o endividamento remunerado (não remunerado).
CRE: Crescimento	+	+	Relações negativas (positivas) identificadas para o endividamento remunerado (não remunerado), apresentando-se, no entanto, significativa apenas no contexto do endividamento não remunerado, em linha com as proposições iniciais.
DIM: Dimensão	+	+	Relações negativas (positivas) identificadas para o endividamento remunerado (não remunerado).
LIQ: Liquidez	-	-	Relações negativas em todos os casos, em linha com as proposições iniciais, mas significativa apenas no contexto do endividamento remunerado.
RET: Rendibilidade	-	-	Relações negativas e significativas confirmadas em todos os modelos propostos (no caso do endividamento não remunerado, a um nível de significância superior a 5% e inferior a 10%), conforme proposições iniciais.
RIS: Risco	-	-	Relações não significativas identificadas em todos os modelos propostos.
Legenda: “+”: Relação positiva com o nível de endividamento em análise “-”: Relação negativa com o nível de endividamento em análise			

Quadro 91: Síntese dos resultados da regressão: dados económico-financeiros.

A parte seguinte desta investigação destina-se a difundir as principais conclusões obtidas, bem como as limitações, contribuições e sugestões para futuras investigações no âmbito deste tem.

Parte IV: CONCLUSÕES

Esta parte do trabalho encontra-se dividida em três capítulos. O primeiro capítulo diz respeito às principais conclusões obtidas a partir dos resultados obtidos e apresentados na parte precedente desta investigação. O segundo divulga as principais limitações relacionadas com os estudos então efetuados. O último capítulo, por fim, diz respeito às possíveis contribuições relacionadas com os estudos aqui apresentados, bem como sugestões para os futuros desenvolvimentos de estudos relacionados, direta ou indiretamente, com os temas desta investigação.

14. Principais conclusões do estudo

O modelo subjacente ao desenvolvimento desta tese apresentava um objetivo geral que se materializava, em última análise, nos seguintes termos:

Objetivo geral:

Identificar e analisar as opções de financiamento empresarial das PME nacionais incorporando nessa análise o ponto de vista da cultura, reflexo do problema da investigação inicialmente apresentado.

De acordo com a revisão de literatura efetuada, constatou-se que apenas mais recentemente os estudos relativos à estrutura de capital têm procurado explicações em torno das opções de financiamento empresarial com base em fatores culturais. Chui *et al.* (2002), designadamente, referem a existência de numerosos estudos que abordam os valores culturais. No entanto, poucos estudos contextualizavam a problemática da cultura no contexto do financiamento empresarial (*ibid*). Na ótica de Chang *et al.* (2012) “se no passado o impacto das culturas nacionais sobre as decisões de financiamento encontrava-se relativamente esquecido, cada vez mais encontra-se como um elemento enfatizado em recentes investigações”.

A mesma opinião é corroborada por Rihab e Lofti (2011), que recomendaram a realização de estudos acerca do endividamento no âmbito de cada país, sugerindo ainda a consideração do fator cultural e de considerações cognitivas na explicação do comportamento relativo às opções de financiamento empresarial. Para os mesmos autores, a negligência na inclusão de modelos socioculturais constitui uma deficiência nos estudos que analisam os fatores determinantes da estrutura do capital. Os resultados

obtidos por Antonczyk *et al.* (2011), por sua vez, levaram os autores a enfatizar a necessidade de incluir “os aspetos culturais na economia financeira”.

Tendo presente o objetivo geral anteriormente apresentado, foram definidos objetivos específicos, necessários à resolução do problema da investigação, identificados abaixo:

Objetivos específicos:

1. Identificar os elementos que estão na base da definição do conservadorismo e do secretismo como valores culturais sob a perspetiva dos gestores e/ou proprietários das PME portuguesas.
2. Analisar a relação entre os referidos valores e o nível e a característica do endividamento das PME, sem descurar os contributos identificados pelas teorias clássicas relacionadas com a estrutura de capital.

Na sequência da definição do objetivo geral e dos objetivos específicos já divulgados, foi proposta para esta tese uma hipótese geral que se materializou na necessidade de identificação da influência dos fatores culturais na estrutura de capital das empresas, tendo por base as opções de financiamento empresarial e sem descurar de outros fatores tradicionalmente identificados na literatura sobre o tema. A referida hipótese encontra-se apresentada nas linhas seguintes:

Hipótese geral:

H1: O nível e a característica do endividamento das PME são influenciados, para além dos elementos habitualmente referidos pelas teorias relacionadas com a estrutura de capital, por fatores culturais, onde se incluem os elementos relacionados com os valores culturais do conservadorismo e do secretismo.

Nesse sentido, a investigação desenvolvida nesta tese teve por base, para além de dados relativos a três anos de informação de natureza contabilístico-financeira, habitualmente utilizados na literatura sobre o tema, a informação recolhida a partir de um questionário. A amostra final resultou na análise da informação de 438 PME nacionais durante o referido período, tendo em conta o número de respostas válidas, incluídas na amostra final, consideradas no estudo. Ressalte-se que tendo em conta os estudos anteriormente efetuados nesse campo em Portugal (e.g. Correia, 2003; Rebelo, 2003; Serrasqueiro, 2000), referências mais diretamente comparáveis, a taxa de resposta obtida foi

considerada boa ou razoável, superando em larga medida a taxa obtida em alguns dos referidos estudos.

Tendo em conta o tipo de sócios das empresas respondentes, a análise em torno das características das PME integrantes da amostra deste estudo revela uma concentração de particulares (pessoas singulares) que são, simultaneamente, proprietários e gestores, uma vez que mais de 75% dos particulares gestores detêm participações superiores a 50% do capital de tais entidades. Por sua vez, os respondentes identificam-se na generalidade como sócio-gerente ou acionista-administrador remunerado. Em termos de relação societária, evidenciou-se a preponderância das empresas familiares. Refira-se que tais resultados encontram-se em linha com as evidências obtidas em estudos anteriores para empresas dessa dimensão (Correia, 2003; Serrasqueiro, 2000). Por fim, é de notar-se que apenas uma ínfima percentagem das referidas PME apresentam participações no capital da entidade superiores a 50% detidas por sócios/acionistas estrangeiros.

Em termos de números de empresas, e tendo em conta os setores de atividade, identificam-se a Indústria, o Comércio e a Construção como os segmentos (secções C, G e F da CAE Rev. 3, respetivamente) de maior concentração das PME analisadas neste estudo, ao passo que os distritos de Lisboa, Porto e Aveiro, ao que se seguem os distritos de Braga, Coimbra e Leiria, apresentam-se como os mais representativos em termos dos distritos de localização da sede. Tais resultados não se afastam, em grande medida, da caracterização relativa à entidades dessa mesma dimensão no âmbito do setor institucional das sociedades não financeiras nacionais (e.g. Banco de Portugal: 2010, 2012a, 2012b; 2012c).

A informação recolhida a partir do questionário foi, na sequência, sujeita a técnicas de análise multivariada, de modo a identificar a validade e a fiabilidade das respostas às questões propostas relacionadas quer com as variáveis culturais (conservadorismo e secretismo) quer com a importância e a utilidade da informação financeira.

Relativamente às variáveis culturais, e no contexto da primeira questão geral do questionário (cartorze itens ou afirmações gerais), foi obtido um valor de 0,862 para o coeficiente alfa de Chronbach, considerado bom para a confirmação da fiabilidade ou consistência interna (Hill e Hill: 2008). Isolando-se os itens mais diretamente associados ao secretismo e ao conservadorismo (setes itens em cada caso), os referidos valores apresentaram-se igualmente elevados (0,793 e 0,757, respetivamente).

O valor de 0,883 para o KMO identificado para as mesmas questões apresentou-se, de igual modo, bastante elevado, referenciado por Pereira (2008) como “bom”, evidenciando a adequação dos dados sujeitos à análise. O referido resultado, associado ao teste de esfericidade de *Barlett*, com um valor-*p* inferior a 0,001, identificou um nível suficiente de correlação entre os itens (Maroco, 2003).

De modo a tornar ainda mais significativos os resultados identificados para as comunalidades e para a correlação item-total, no entanto, optou-se pela exclusão de um item integrante de cada um dos conjuntos identificativos dos referidos valores culturais do secretismo e do conservadorismo no contexto da primeira questão geral do questionário (SQ01 e SQ02, respetivamente), resultando num total de doze questões (seis para cada itens). Após a referida exclusão, foi possível identificar o valor do coeficiente alfa de 0,857 para o total, assim como os valores de 0,800 e 0,756 para o mesmo coeficiente no que diz respeito, nessa ordem, ao secretismo e ao conservadorismo considerados individualmente (seis itens em cada caso). Por sua vez, os valores obtidos para o KMO em termos individuais identificados para o secretismo e o conservadorismo situaram-se em 0,850 e 0,811, respetivamente, mantendo-se os já obtidos para o teste de esfericidade de *Barlett* (valor-*p* inferior a 0,001).

A análise fatorial posteriormente efetuada após a exclusão dos referidos itens identificou a extração de apenas um fator quer para o secretismo, com uma variância total explicada de 50%, quer para o conservadorismo, com uma variância total explicada de 46%, , com cargas fatoriais situadas entre 0,588 e 0,777, no primeiro caso, e 0,611 e 0,807, no segundo. Os resultados obtidos identificaram que, além da associação fortalecida entre os valores culturais do conservadorismo e do secretismo já referenciadas na literatura sobre o tema (Albuquerque e Texeira Quirós, 2012; Chanchani e Willett, 2004), a análise dissociada dos referidos valores culturais apresenta-se de igual modo adequada após a exclusão de apenas um dos itens identificados em cada um dos fatores.

Para as duas questões seguintes do questionário, constituídas por seis itens e igualmente identificativas do secretismo e do conservadorismo sob o ponto de vista, por um lado, do processo de obtenção de financiamento (questão 2) e de determinados aspetos da gestão empresarial (questão 3), por outro, foram obtidos igualmente valores para o coeficiente alfa fortalecidos (de 0,717 e 0,811, respetivamente).

No que diz respeito à informação financeira, foram desenvolvidas duas questões relacionadas com a importância e com a utilidade da informação financeira.

Relativamente ao grau de utilidade atribuído pelos respondentes a determinadas naturezas de informação extraídas da Contabilidade (questão 4), foi obtido um coeficiente alfa bastante elevado (0,846), tendo sido atribuído um nível de utilidade geralmente elevado a qualquer uma das naturezas da informação. No que diz respeito à utilidade da informação extraída da Contabilidade para efeitos de tomada de decisão (questão 5), foi identificada uma frequência próxima dos 90% para os níveis mais elevados de utilidade da informação a partir das respostas obtidas.

Por fim, uma análise à questão associada à possibilidade de utilização de capital de risco como fonte de financiamento, em termos históricos ou potenciais, verifica-se que cerca de 80% dos respondentes não considera a referida fonte como uma opção de financiamento empresarial, o que indicia uma atitude relativamente conservadora e secretista em torno das opções de financiamento empresarial, conforme referências extraídas na literatura sobre o tema (e.g. AECA, 2011; Anni, 2009; Antonczyk e Salzmann, 2012; Baldi, 2007; Serrasqueiro, 2003).

Relativamente à análise económico-financeira efetuada, foi possível identificar a existência de níveis médios de endividamento superiores a 50% do total do ativo, correspondendo o passivo corrente à parcela mais significativa do referido endividamento (cerca de 38% do total do ativo), resultados que se encontram em linha, uma vez mais, com os dados divulgados pelo Banco de Portugal relativos às sociedades não financeiras (Banco de Portugal: 2011a, 2012a, 2012c).

Na sequência, e tendo em conta os resultados do modelo de regressão fracionado aplicado a este estudo, foi identificado um significativo suporte para as relações entre os valores culturais do conservadorismo e do secretismo e as opções de financiamento empresarial, em particular no contexto das questões gerais (primeira questão) do questionário, adicionalmente às relações identificadas para outras variáveis habitualmente referenciadas na literatura sobre o tema da estrutura do capital. Nesse sentido, esta investigação confirma as constatações anteriormente identificadas em estudos sobre a cultura e a estrutura de capital (Chui *et al.*, 2002, Gleason *et al.*, 2000, Kearney *et al.*, 2012; Zheng *et al.*, 2012), evidenciando tais relações no contexto das PME em termos de distintas características do endividamento (remunerado e não remunerado), confirmando, assim, a hipótese geral proposta.

Os resultados deste estudo identificaram, em particular, uma relação negativa (positiva) entre os referidos valores e a opção pelo endividamento remunerado (não remunerado). Tal evidência corrobora o ponto de vista segundo o qual o maior conservadorismo e secretismo determinam opções de financiamento empresarial associadas a um menor risco. Refira-se, nesse sentido, que o secretismo apenas se apresenta significativamente relacionado com o endividamento quando o referido valor encontra-se identificado com o conservadorismo, evidenciando a associação fortalecida entre os valores do conservadorismo e do secretismo, igualmente referenciada em estudos anteriores (Albuquerque e Teixeira Quirós, 2012; Chanchani e Willett, 2004) e proposta por Gray (1988).

Importa igualmente destacar que, de entre as questões relacionadas com os valores culturais do conservadorismo e do secretismo, não foi identificada na generalidade, salvo uma exceção conforme com as proposições iniciais, uma associação significativa entre os itens da segunda questão e o endividamento (remunerado ou não remunerado), ainda que a referida questão se apresentasse mais diretamente relacionada com o processo de obtenção de financiamento empresarial. Tal facto poderá ser justificado, eventualmente, pela existência de itens propostos relacionados com conceitos e elementos de características mais diversificados comparativamente com os conceitos e elementos identificados na primeira e na terceira questões propostas.

A terceira questão, por sua vez, apresentou mais itens significativamente relacionados com o endividamento (remunerado e não remunerado), com resultados, no entanto, inconsistentes consoante o modelo em análise (e, em alguns casos, apenas para um nível de significância que se apresente superior a 5% e inferior a 10%).

Alguns dos itens relacionados com a importância da informação financeira revelaram-se negativa ou positivamente relacionados com o endividamento apenas no contexto dos modelos globais (todas as variáveis), a um nível de significância superior a 5% e inferior a 10% para alguns dos referidos itens. A utilidade da informação financeira, por sua vez, apresentou-se, em todos os modelos propostos, negativamente relacionada apenas com o endividamento não remunerado, embora igualmente para um nível de significância superior a 5% e inferior a 10%, sugerindo, apenas de uma forma razoável (limitada), que este atributo influencia a decisão acerca da contração do endividamento e/ou do seu controlo.

Tendo em conta as relações societárias, foi identificada uma relação positiva entre as empresas não familiares e o endividamento não remunerado apenas nos modelos de regressão que utilizaram, exclusivamente, variáveis obtidas a partir do questionário. Tal resultado encontra-se, desse modo, conforme com as proposições inicialmente desenvolvidas.

Relativamente ao setor, constataram-se associações significativas (e negativas) apenas com o endividamento não remunerado. Note-se que, nesse último caso, que a referida associação foi identificada em todos os modelos de regressão propostos, no entanto, apenas para um dos setores de atividade identificados (a Indústria).

No que diz respeito às variáveis extraídas a partir dos dados económico-financeiros, os resultados obtidos identificam ainda um suporte mais fortalecido para a contração de endividamento por parte das PME através da hierarquização proposta à luz da teoria do *pecking order*, em linha com as constatações mais generalizadas da literatura sobre o tema, quer no contexto nacional (Bastos e Ramalho, 2011; Fernandes *et al.*, 2010; Rebelo, 2003; Ramalho e Silva, 2009; Serrasqueiro, 2000; Serrasqueiro *et al.*, 2011; Silva Junior, 2012; Vieira e Novo, 2010) quer no contexto internacional (Anni, 2009; Hall *et al.*, 2004; Jensen e Uhl, 2008; Lopez-Gracia e Aybar-Arias, 2000; Sogorb-Mira e Lopez-Gracia, 2003; Watson e Wilson, 2002).

Na base da constatação anterior está em causa as relações significativas identificadas entre cada uma das características do endividamento em análise (remunerado e não remunerado) e as variáveis independentes propostas à luz da referida teoria, objeto de maior confirmação posterior. Refira-se, nesse sentido, os sinais posteriormente identificados para as relações propostas entre cada um dos tipos de endividamentos em análise, por um lado, e a maturidade, o crescimento, a liquidez e a rendibilidade, por outro lado. Incluem-se ainda as variáveis dimensão e o valor de garantia dos ativos, ainda que as proposições iniciais sejam identificadas apenas no contexto do endividamento não remunerado.

É importante recordar que, no âmbito desta investigação, embora as proposições iniciais tenham sido propostas prioritariamente à luz da teoria do *pecking order*, tendo em conta que a referida teoria tem sido objeto de maior confirmação anterior, foram igualmente consideradas as associações identificadas na literatura sobre o tema em torno dos valores culturais (em particular, o conservadorismo e o secretismo).

Nesse sentido, sendo ainda relativamente recente a literatura sobre as relações entre a cultura e o financiamento empresarial, é ainda incipiente as proposições relativas aos valores culturais e as distintas características do endividamento, designadamente, a distinção entre o endividamento remunerado e o não remunerado, como proposta nesta investigação, o que pode explicar algumas aparentes inconsistências identificadas. Tais inconsistências apenas podem ser ultrapassadas com a realização de novos estudos nesse âmbito, quer a nível nacional quer a nível internacional, abarcando as distintas classes de dimensão empresarial.

De facto, a análise do endividamento tendo em conta as suas distintas características (remunerado vs não remunerado) parece francamente negligenciada na literatura, resultando por vezes na obtenção de conclusões inconsistentes, contribuindo para que o denominado “*puzzle*” associado à necessidade de compreensão da estrutura de capital das empresas que, de acordo com Myers (1984), ainda se mantenha atual.

15. Principais limitações do estudo

Este estudo apresenta algumas limitações. A primeira limitação que pode ser mencionada diz respeito ao reduzido número de questões apresentadas no questionário. As dificuldades inerentes ao processo de condução de um questionário, de entre as quais a sua extensão – que em casos expressivos contribui para a redução do número de respostas – resultaram na decisão associada à dimensão do questionário proposto.

No mesmo sentido, estudos que cercam os valores culturais e o julgamento profissional apresentam, senão uma limitação, um facto subjetivo próprio e inultrapassável que também deve ser aqui referenciada. Ressalve-se, no entanto, que a realização de estudos anteriores relacionados com o tema dos valores culturais baseados em questionários permitiu mitigar em grande parte esta limitação, o que se constata pelos indicadores de validade e fiabilidade do questionário identificados para as questões propostas.

Refira-se ainda que a dificuldade de obtenção de suporte empírico na literatura sobre o tema, nomeadamente, entre as variáveis propostas e o endividamento consoante a sua característica (remunerado *vs* não remunerado), estará provavelmente na base da existência de alguns resultados aparentemente inconsistentes com a literatura.

Por outro lado, estudar os fatores específicos que cercam as opções de financiamento empresarial das PME, particularmente quando está em causa a utilização de dados obtidos a partir de um questionário, envolve de imediato uma limitação relacionada com o elevado número de entidades nacionais enquadradas nessa dimensão, que contempla um número superior a 99% do tecido empresarial do país. Tal limitação apenas pode ser ultrapassada através da restrição das PME a um universo mais reduzido de observações, com base no estabelecimento de determinados critérios específicos, como o proposto para este estudo.

Outra das limitações que pode ser referida para esta investigação prende-se com a utilização de dados em *cross section*, opção tomada pela utilização de dados relativos a apenas três anos de estudo, tendo em conta a entrada em vigor dos novos normativos contabilísticos (SNC e NCM) apenas a partir de 01 de Janeiro de 2010, com reexpressão relativa ao ano anterior, e por forma a garantir uma maior comparabilidade dos dados em análise. Nesse sentido, esta investigação não identifica o comportamento temporal das variáveis objeto de análise.

16. Contribuições e sugestões para futuros estudos

Desde a classificação atribuída por Gray (1988) a Portugal, significativas mudanças foram desde então vividas, de onde se destacam a consolidação do país no seio da UE, uma maior abertura ao exterior, o fortalecimento das relações internacionais, e, no campo da Contabilidade, o aprofundamento da sua posição no contexto da harmonização internacional.

Sob o ponto de vista da Contabilidade, o estudo das diferenças internacionais é importante para os países e organismos envolvidos no processo de harmonização contabilística internacional, sendo certo que o facto cultural e a sua incidência no âmbito da subcultura da Contabilidade não deve ser descurado (IASB, 1989; CNC: 2003). Perceber os impactos e a incidência dos conceitos relacionados com a prática contabilística, tendo por base o julgamento profissional, contribui para que os objetivos que estão por trás do processo de harmonização, designadamente, a efetiva comparabilidade do relato financeiro ao nível internacional, sejam mais facilmente atingidos.

Num âmbito mais alargado, como proposto para este estudo, os valores culturais inicialmente propostos para a Contabilidade encontram um importante suporte para as opções de gestão empresarial. Em termos mais específicos, os contributos deste estudo prendem-se, por um lado, com a inclusão de variáveis culturais na análise das opções de financiamento empresarial das PME nacionais e, por outro, e pela análise do endividamento através da sua distinção em torno das suas distintas características (remunerado vs não remunerado).

Refira-se igualmente como um contributo deste estudo o facto de introduzir variáveis culturais, obtidas a partir de um questionário, associadas às variáveis contabilístico-financeiras, permitindo assim a análise da estrutura de capital das PME sob um ponto de vista ainda incipiente na literatura sobre o tema. Nesse sentido, este estudo apresenta-se como uma linha de investigação ainda pouco desenvolvida na literatura, que diz respeito à combinação de dados obtidos a partir de questionários com dados de índole económico-financeira, em detrimento da utilização de índices culturais baseados em modelos cuja validade tem sido posta em causa, como o índice de valores culturais propostos por Hofstede (1980).

Assim, espera-se que o contributo apresentado neste estudo ajude a compreender melhor as relações entre as opções de financiamento empresarial e as variáveis subjacentes às modernas teorias da estrutura de capital. Pretende-se, ainda, que estudos futuros continuem a considerar na análise das opções de financiamento empresarial os fatores culturais e motivacionais que estão na origem de tais opções tendo em conta ainda as distintas características associadas ao endividamento em análise. Estudos futuros poderiam atuar no sentido de resolver algumas aparentes inconsistências identificadas neste estudo, como algumas relações opostas identificadas entre distintas variáveis relativas aos valores culturais do conservadorismo e secretismo e o endividamento remunerado (e.g., no contexto dos itens mais específicos das questão 3).

Novos estudos nos campos da cultura e do julgamento profissional podem ainda analisar as relações entre variáveis mais específicas das amostras em análise ou alargar o estudo a novos países, abarcando ainda distintas classes de dimensão empresarial e/ou novas classificações relativas ao financiamento empresarial.

Por fim, a utilização de uma serie temporal mais alargada e a análise de dados em painel em trabalhos futuros, para, permitiria identificar o comportamento temporal das variáveis analisadas no estudo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Ackoff, L. (1967) Planejamento de pesquisa social. São Paulo: Ed. Pedagógica e Universitária.

AECA [Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas]. (2011). Potencialidad del mercado alternativo bursátil en España. Pérez de Lema, D. (Dirección del Estudio).

Albuquerque, F. e Almeida, M. C. (2009). A cultura, os valores contabilísticos e o julgamento profissional dos preparadores portugueses. APOTEC: Prémio Luiz Chaves de Almeida.

Albuquerque, F., Almeida, M. C. e Teixeira Quirós, J. (2011). The culture and the accounting values: An empirical study in view of Portuguese preparers. *Journal of International Business e Economics*, **11**, 16-27.

Albuquerque, F. e Teixeira Quirós, J. (2012). The conservatism, secrecy and financing options from the perspective of Portuguese preparers of financial statements. *Journal of Finance and Investment Analysis*. **1 (3)**, 197-216.

Alexander, D. e Archer, S. (2000). On the Myth of Anglo-Saxon Financial Accounting. *The International Journal of Accounting*. **35(4)**, 539-557

Alves, J. e Moreira, J. (2009). Subfaturação e suprimentos: Duas faces da mesma moeda? Estudo para o caso português. *XX Encontro Nacional de Docentes de Contabilidade do Ensino Superior* : Coimbra.

Amaral, M. (2001). Processo de harmonização contabilística internacional: Tendências actuais. *Gestão e Desenvolvimento*. **10**, 33-58.

Amat, O., Blake, J., Wraith, P. e Oliveras Sobrevias, E. (2000). Dimensions of national culture and the accounting environment: The Spanish case. *Universitat Pompeu Fabra Economics Working Paper*, (394). Disponível em http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=189430. Último acesso em 2009-07-07.

Ang, J. (1991). Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management. *Journal of Small Business Finance*. **1 (1)**, 1-13.

Ang, J. S., Cole, R. A. e Lin, J. W. (2000). Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance*. **55 (1)**, 81-106.

Anni, V. (2009). Capital structure of finnish SME's and financial constraints. Thesis: Lappenranta University of Technology: School of Business Finance. Disponível

em <http://www.doria.fi/bitstream/handle/10024/47032/nbnfi-fe200908242057.pdf?sequence=3>. Último acesso em 2011-05-04.

Antonczyk, R. Breuer, W. e Salzmann, A. (2010). Relationship Lending versus Arm's Length Debt – A Cultural Perspective. Working paper. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1700895. Último acesso em 2012-06-24.

Antonczyk, R. Breuer, W. e Salzmann, A. (2011). National culture and the choice between bank and bond financing. Working paper. Disponível em <http://efmaefm.org/0EFMSYMPIUM/Renmin-2011/papers/Salzmann.pdf>. Último acesso em 2012-06-24.

Antonczyk, R. e Salzmann, A. (2012). Venture capital and risk perception. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*. **82(4)**, 389–416.

APCRI [Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento] (2009). Estudo para avaliação do impacto económico do capital de risco em Portugal. Disponível em http://www.apcri.pt/sites/default/files/APCRI_relatorio_09.pdf. Último acesso em 2011-11-20.

Araújo e Silva, F. (2007). Aversão à perdas nas decisões de risco. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*. **1 (3)**, 45-62.

Archer, S., Delvaille, P. e McLeay, S. (1996). A statistical model of international accounting harmonization. *Abacus*. **32**, 1-29.

Arkin, H. (1982). *Sampling Methods for The Auditor Na Advanced Treatment*. New York: McGraw Hill.

Arsoy, A. e Sipahi, B. (2008). International financial reporting standards for small and medium sized entities and the Turkish case. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*. **62 (4)**, 31-48.

Aviso nº 15652/2009, de 07 de Julho. Aprova a Estrutura Conceptual. *Diário da República nº 173 – II Série* Lisboa. Disponível em http://www.cnc.min-financas.pt/SNC_final/Aviso_15652_2009_07Set.pdf. Último acesso em 2009-07-15.

Baas, T. e Schrooten, M. (2005). Relationship Banking and SMEs A Theoretical Analysis. Working paper. German Institute for Economic Research. Disponível em <http://www4.fe.uc.pt/eefs/abstracts/timo-91.pdf>. Último acesso em 2012-08-17.

Bae, S. C., Chang, K. e Kang, E. (2012). Culture, corporate governance, and dividend policy: international evidence. *Journal of Financial Research*, **35 (2)**, 289-316.

Baldi, F. (2007). Who uses equity capital among Italian SMEs? Evidence on

“corporate governance” benefits of private equity investments in family businesses. Working paper. Department of Business Economics: University of Roma. Disponível em <http://69.175.2.130/~finman/Reno/Papers/WhoUsesEquityCapital.pdf>. Último acesso em 2011-06-15.

Banco de Portugal (2010). Estudos da Central de Balanços nº 2: Estrutura e dinâmica das sociedades não financeiras em Portugal. Dezembro de 2010.

Banco de Portugal (2011a). Estudos da Central de Balanços nº 3: Análise sectorial das sociedades não financeiras em Portugal. Setembro de 2011.

Banco de Portugal (2011b). Inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito: Resultados para Portugal. Disponível em http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/IBMC/Publicacoes/Results_abr11_p.pdf. Último acesso em 2011-11-01.

Banco de Portugal (2012a). Estudos da Central de Balanços nº 7: Análise sectorial das sociedades não financeiras em Portugal 2010/2011. Abril de 2012.

Banco de Portugal (2012b). Nota de informação estatística: Divulgação dos Quadros do Setor das empresas não financeiras da Central de Balanços – dados de 2011. Disponível em http://www.bportugal.pt/pt-PT/Estatisticas/PublicacoesEstatisticas/NIE/Lists/FolderDeListaComLinks/Attachments/63/NIE_CB_08_11_2012.pdf. Último acesso em 11 de Novembro de 2012.

Banco de Portugal (2012c). *BPstat*. Estatísticas *online*: Quadros da empresa e do setor. Disponível em [http://www.bportugal.pt/PAS/sem/src/\(S\(vr5urg45krdkuli0wpts2xi0\)\)/selecAnalise.aspx?Token=0C250FE7-8949-46A0-8CE2-4A3F7F25B3A7](http://www.bportugal.pt/PAS/sem/src/(S(vr5urg45krdkuli0wpts2xi0))/selecAnalise.aspx?Token=0C250FE7-8949-46A0-8CE2-4A3F7F25B3A7). Último acesso em 2012-11-18.

Barnea, A., Haugen, R. A. e Senbet, L. W. (1980). A Rationale for Debt Maturity Structure and Call Provisions in the Agency Theoretic Framework. *The Journal of Finance*. **35** (5), 1223-1234.

Barton, S. e Gordon, P. (1987). Corporate strategy: useful perspective for the study of capital structure? *Academy of Management Review*. **12**, 67-75.

Barton, S. e Gordon, P. (1988). Corporate strategy and capital structure. *Strategic Management Journal*. **9**, 623-632.

Barumwete, L. e Karimunda, M. (2007). Financial statements and SMEs' loan granting. Bachelor Thesis. School of Business and Economics: Umeå University.

Baskerville, R. (2003). Hofstede never studied culture. *Accounting, Organizations and Society*. **28**, 1–14

Bastos, J. (2008). Credit scoring with boosted decision trees. Working paper. School of Economics and Management: Technical University of Lisbon, Portugal. Disponível em http://mpra.ub.uni-muenchen.de/8156/1/MPRA_paper_8156.pdf. Último acesso em 2011-12-22.

Bastos, J. e Ramalho, J. (2011). Nonparametric models of financial leverage decisions. Working paper. Disponível em <http://cemapre.iseg.utl.pt/archive/preprints/426.pdf>. Último acesso em 2013-01-20.

Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings, *Journal of Accounting and Economics* 24, 3-37.

Baydoun, N. e Willett, R. (1995). Cultural relevance of western accounting systems to developing countries. *Abacus*. **31**, 67-92.

Beke, J. (2010). International Accounting Harmonization: Evidence from Europe. *International Business and Management*. **1 (1)**, 48-61.

Belkaoui, A. R. (1978). Linguistic relativity in accounting. *Accounting, Organizations and Society*. **3(2)**, 97-104.

Belkaoui, A. R. (1995). The cultural shaping of *accounting*. Greenwood Publishing Group.

Bradley, M., Jarrell, G. A., e Kim, E. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Finance*. **39 (3)**: 857-878.

Berger, A. e Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*,. **22**, 613,673.

Brealey, R. e Myers, S. (1998). Princípios de finanças empresariais. 5.ed. Lisboa: McGraw- Hill.

Bertoni, M. e De Rosa, B. (2007). An analysis of the possible effects of the introduction of IFRS for small and medium-sized entities. Disponível em <http://oliver.efri.hr/~euconf/2007/docs/session14/Bertoni.pdf>. Último acesso em 2011-12-22.

Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A. e Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*. **56 (1)**, 87-130.

Borio, C. (1990). Leverage and Financing of Non-Financial Companies: An international Perspective. Economic Papers 27, Bank for International Settlements.

Botosan, A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*. **72 (3)**, 323-349.

Botosan, A. e Plumlee, A.(2001). Estimating expected cost of capital: a theory-based approach. Working paper. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=279309. Último acesso em 2012-08-06.

Brailsford, T. J., Oliver, B. R. e Pua, S. L. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting and Finance*. **42 (1)**, 1-26.

Breuer, W. e Salzmann, J. (2009). National Culture and Household Finance. Working paper. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1448698. Último acesso em 2012-06-24.

Breuer, W., Rieger, M. O. e Soypak, C. K. (2012). The behavioral foundations of corporate dividend policy: A cross-country empirical analysis. *Working Paper*. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1804265. Último acesso em 2012-08-13.

Bruns, V. e Fletcher, M. (2008). Banks' risk assessment of Swedish SMEs. *Venture Capital*. **10 (2)**, 171-194.

Bullen, H. e Crook, K. (2005). A New Conceptual Framework Project: Revisiting the Concepts. Disponível em http://www.fasb.org/project/communications_paper.pdf. Último acesso em 2009-04-10.

Carmo, C., Moreira, J. A. e Miranda, M. C.(2011a). A qualidade dos *accruals* e o custo do financiamento: Evidência das empresas portuguesas. ACIM 2011: XIII Congresso de Contabilidade e Auditoria. Disponível em http://personales.ya.com/aeca/pub/on_line/comunicaciones_xivencuentroaeca/cd/129a.pdf. Último acesso em 2011-11-01.

Carmo, C. H, Ribeiro, A. e Carvalho, L. N. (2011b). Convergência de fato ou de direito? A influência do sistema jurídico na aceitação das normas internacionais para pequenas e médias empresas. *Revista de Contabilidade e Finanças*. **22 (57)**, 242-262.

Cauwenberge, P. e Beelde, I. (2007). A Critical Note on Empirical Comprehensive Income Research. Working Paper. Ghent University. Belgium.

CCE [Comissão das Comunidades Europeias]. (2000b). Sexto relatório da Comissão Europeia do Observatório Europeu sobre as PME do Comité Económico e Social Europeu. Sumário Executivo, Comissão Europeia.

CE [Comunidade Europeia]. (2006). Guia do utilizador e modelo de declaração: A nova definição de PME. Publicações “Empresa e Indústria”. Serviço de Publicações.

Cegarra-Navarro, J. G., Vidal, M. E. S., and Cegarra-Leiva, D. (2011). Exploring the role of national culture on knowledge practices: A comparison between Spain and the

UK. *The Spanish Journal of Psychology*, **14** (2), 808-819.

CE [Comissão Europeia]. (2011a). COM(2011) 589. Comunicação da comissão ao parlamento europeu em conformidade com o do artigo 294.º, n.º 6, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia. Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0589:FIN:PT:PDF>. Último acesso em 2011-12-27.

CE [Comissão Europeia]. (2011b). Parecer 2011/C 48/07 do Comité Económico e Social Europeu sobre as "Estruturas de financiamento para as PME no contexto da situação financeira actual". *Jornal Oficial nº C 048 de 15/02/2011, 0033 – 0037*. Disponível em <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2011:048:0033:01:PT:HTML>. Último acesso em 2011-12-27.

Chang, K., Wee, J. B., e Yi, H. C. (2012). Does National Culture Influence the Firm's Choice of Debt Maturity?. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*. **41**(4), 424-457.

Chang, K. e Noorbakhsh, A. (2009). Does National Culture Affect International Corporate Cash Holdings? *Journal of Multinational Financial Management*. **19**, 323–342.

Chanchani, S. e MacGregor, A. (1999) A synthesis of cultural studies in accounting. *Journal of Accounting Literature*. **18**, 1-30.

Chanchani, S. e R. Willett (2004). An empirical assessment of Gray's accounting value constructs. *The International Journal of Accounting*. **39** (2), 125-154.

Chauveau, B., Deartini, P. e Moneva, J. M. (1996). Usefulness of small business financial reporting in Europe: the case of Spain, France and Italy. A paper presented in European Accounting Association, Bergen, Norway.

Chen, K., Wei, K. C., e Chen, Z. (2003). Disclosure, Corporate governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asian Emerging Markets. Working Paper. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=422000. Último acesso em 2012-08-06.

Choi, F., Frost, C. e Meek, G. (1999). *International Accounting*. 3. ed. USA: Pearson Education.

Choy, A. e King, R. (2005). An Experimental Investigation of Approaches to Audit Decision Making: An Evaluation Using Systems-Mediated Mental Models. *Contemporary Accounting Research*. **22** (2), 311-350.

Christensen, J. e Demski, J. (2007). Anticipatory Reporting Standards. *Accounting*

Horizons. **21** (4), 351-370.

Chui, A. C., Lloyd, A. E., and Kwok, C. C. (2002). The determination of capital structure: is national culture a missing piece to the puzzle? *Journal of International Business Studies*, **33** (1), 99-127.

Chung, K. (1993). Asset characteristics and corporate debt policy: An empirical test. *Journal of Business and Finance Accounting*. **20**(1), 83-98.

Churchill, N. e Lewis, V. (1983). The five stages of small business growth. *Harvard Business Review*. 1-11.

Cinco Días (2012). Las pymes del MAB hacen frente a la crisis. Disponível em http://www.cincodias.com/articulo/mercados/pymes-mab-hacen-frente-crisis/20120719cdscdsmer_5/. Último acesso em 2012-07-24.

CMVM [Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários]. (2012). Guia do Investidor. Disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Guia/Pages/indice_guia.aspx. Último acesso em 2012-10-31.

CNC [Comissão de Normalização Contabilística]. (2003). Projecto de linhas de orientação para um novo modelo de normalização contabilística. Lisboa. Disponível em http://www.cnc.min-financas.pt/Documentos/NCN_LO_CE_AprovadoCG.pdf. Último acesso em 2009-06-27.

Cole, V., Breesch, D., e Branson, J. (2009). Are users of financial statements of publicly and non-publicly traded companies different or not? An empirical study. *Working paper series*. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1407566>. Último acesso em 2011-02-12.

Constand, R. L., Osteryoung, J. S., e Nast, D. A. (1991). Asset-based financing and the determinants of capital structure in the small firm. In *Advances in small business finance* (pp. 29-45). Springer Netherlands.

Correia, T. (2003). Determinantes da estrutura de capital das empresas familiares portuguesas. Dissertação de mestrado. Universidade do Algarve.

Correia, M. e Armada, M. (2007). Sobre a identificação dos fatores de selecção, das formas de intervenção e do contributo das sociedades de capital de risco em Portugal. *Conocimiento, innovación y emprendedores: Camino al futuro*, 975-988. Disponível em <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2233277>. Último acesso em 2012-08-15.

D'Arcy, A. (2001). Accounting classification and the international harmonization debate: An empirical investigation", *Accounting, Organizations and Society*. **26**, 327-

349.

DeAngelo, H. e Masulis, R.W. (1980), Optimal capital structure under corporate and personal taxation, *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29.

Decreto-Lei n° 319/2002, de 28 de Dezembro. Diário da República n° 300 – I Série A. Lisboa. Disponível em http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/SEE/Documentos/DL319_2002.pdf. Último acesso em 2011-12-04

Decreto-Lei n° 372/2007, de 6 de Novembro. Diário da República n° 213 – I Série A. Lisboa. Disponível em <http://www.iapmei.pt/iapmei-leg-03.php?lei=5962>. Último acesso em 2009-08-07

Decreto-Lei n° 375/2007, de 8 de Novembro. Diário da República n° 215 – I Série A. Lisboa. Disponível em http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/SEE/Documentos/DL375_2007.pdf. Acedido 2011-12-04

Decreto-Lei n° 158/2009, de 13 de Julho. Diário da República n° 133 – I Série A. Lisboa. Disponível em <http://dre.pt/pdf1sdip/2009/07/13300/0437504384.pdf>. Último acesso em 2010-07-15.

Decreto-Lei n° 36-A/2011, de 09 de Março. Diário da República n° 48 – I Série A. Lisboa. Disponível em <http://dre.pt/pdf1s/2011/03/04801/0000200011.pdf>. Último acesso em 2012-05-13.

Diamond, D. (1989). Reputation acquisition in capital markets. *Journal of Political Economy*. **97** (4), 828-862.

Diamond, D. (1991). Debt maturity structure and liquidity risk. *Quarterly Journal of Economics*. **106**, 710-737.

Diamond, D. (1993). Seniority and maturity of debt contracts. *Journal of financial economics*. **33**, 341-368.

Diamond, D. e Verrecchia, R. (1991). Disclosure, liquidity and the cost of capital, *Journal of Finance*. (46), 1325-1359.

Ding, Y. (2001). The Internationalization of Financial Statements Presentation: An Empirical Study of French Groups. For Presentation at the 24th Annual Congress of the European Accounting Association. Athens, Greece, April 18-20, 2001.

Ding, Y., Hope, O. K., Jeanjean, T., e Stolowy, H. (2007). Differences between domestic accounting standards and IAS. *Journal of Accounting e Public Policy*. **26**, 1–38.

Diretiva n° 78/660/CEE do Conselho, de 25 de Julho de (1978), baseada no artigo 54º, n° 3, alínea g), do Tratado e relativa às contas anuais de certas formas de

sociedades. Jornal Oficial nº L 222, de 14/08/1978, 0011 – 0031. Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31978L0660:PT:HTML>. Último acesso em 2009-26-11.

Diretiva nº 2012/6/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Março. (2012). Que altera as Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE e 91/674/CEE do Conselho relativas às contas anuais e às contas consolidadas de certas formas de sociedades, no que diz respeito às microentidades. Jornal Oficial nº L 81, de 21/03/2012, 0003 – 0006. Disponível em <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:081:0003:0006:PT:PDF>. Último acesso em 2012-07-17.

Diretiva nº 2013/34/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Junho. (2012). relativa às demonstrações financeiras anuais, às demonstrações financeiras consolidadas e aos relatórios conexos de certas formas de empresas, que altera a Diretiva 2006/43/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e revoga as Diretivas 78/660/CEE e 83/349/CEE do Conselho. Jornal Oficial nº L 182, de 29/06/2013, 0019 – 0076. Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:182:0019:0076:PT:PDF>. Último acesso em 2013-07-07.

Diário de Notícias (2006). PME que forem à Bolsa pagarão taxa de IRC "claramente abaixo de 20%". Disponível em http://www.dn.pt/Common/print.aspx?content_id=643317. Último acesso em 2011-10-22.

Doupnik, T. e Riccio, E. (2006). The influence of conservatism and secrecy on the interpretation of verbal probability expressions in the Anglo and Latin cultural areas. *The International Journal of Accounting*. **41**, 237-261.

Doupnik, T. e Richter, M. (2004), The Impact of Culture on the Interpretation of “In Context” Verbal Probability Expressions. *Journal of International Accounting Research*, **3 (1)**, 1-20.

Doupnik, T. e Salter, S. (1993). An empirical test of a judgmental international classification of financial reporting practices. *Journal of International Business Studies*. **24 (1)**, 41-60.

Doupnik, T. e Salter, S. (1995). External environment, culture e accounting practice: A preliminary test of a general model of international accounting development. *The International Journal of Accounting*. **30**, 189-207.

Doupnik, T. e Tsakumis, T. (2004). A Critical Review of the Tests of Grays Theory of Cultural Relevance and Suggestions for Future Research, *Journal of Accounting*

Literature. **23**, 1-30.

Duarte, A. (2009). Valores Pessoais e a Qualidade dos Serviços: Um Estudo com Utentes do Serviço de Urgência Hospitalar. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Economia: Universidade de Coimbra.

Eddie, I. (1990). Asia Pacific cultural values and accounting systems. *Asia Pacific International Management Forum*. **16**, 22-30.

Económico (2011). CMVM vai ter conselho consultivo para PME e mercado de capitais. Disponível em <http://economico.sapo.pt/noticias/nprint/128490.html>. Último acesso em 2011-10-22.

Eurostat (2011). Key figures on European business: with a special feature on SMEs. Disponível em http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-ET-11-001/EN/KS-ET-11-001-EN.PDF. Último acesso em 2012-03-17.

EVCA [European Private Equity and Venture Capital Association]. (2012a). EVCA Yearbook 2012. Disponível em http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_12053.pdf. Último acesso em 2012-08-01.

EVCA [European Private Equity and Venture Capital Association]. (2012b). About us. Disponível em <http://www.evca.eu/about/default.aspx?id=402>. Último acesso em 2012-08-01.

EVCA [European Private Equity and Venture Capital Association]. (2012c). What are Private Equity and Venture Capital? Disponível em <http://evca.eu/what-are-private-equity-venture-capital/>. Último acesso em 2012-08-01.

Fah, F. (2008). A Cross-Cultural Study of Accounting Concepts Applied in international Financial Reporting Standards. A thesis submitted in fulfilment of the requirements for the degree of Doctor Of Philosophy.

Fama, E. e Jensen, M. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, **26**, 327–350.

Fama, E., e French, K. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt, *Review of Financial Studies*. **15**, 1-33.

Famá, R. e Grava, J. (2000). Teoria da estrutura de capital: As discussões persistem. *Caderno de pesquisas em administração*. 1 (11), 27-36.

Fidmorc, .P. e Jacob, M. (2008). A cultural explanation for the agency model of dividends. *Journal of Comparative Economics*. 38 (3), 321-339.

FASB [Financial Accounting Standards Board]. (1978). Statement of Financial

Accounting Concepts No. 1 (SFAC 1): Objectives of financial reporting by business enterprises. Connecticut.

FASB [Financial Accounting Standards Board]. (1980). Statement of Financial Accounting Concepts No. 2 (SFAC 2): Qualitative characteristics of accounting information. Connecticut.

FASB [Financial Accounting Standards Board]. (2002). Memorandum of Understanding: The Norwalk Agreement. Disponível em <http://www.fasb.org/news/memorandum.pdf>. Último acesso em 29-01-2008.

FASB [Financial Accounting Standards Board]. (2006). Conceptual Framework: Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics. Preliminary Views. Financial Accounting Series. Connecticut.

FASB [Financial Accounting Standards Board]. (2010). Statement of Financial Accounting Concepts No. 8 (SFAC 8): Conceptual Framework for Financial Reporting—Chapter 1, The Objective of General Purpose Financial Reporting, and Chapter 3, Qualitative Characteristics of Useful Financial Information (a replacement of FASB Concepts Statements No. 1 and No. 2) No. 8.

Fechner, H. e Kilgore, A. (1994). The influence of cultural factors on Accounting practice. *The International Journal of Accounting*. **29**, 265-277.

Fernandes, A., Marques, F., Coelho, H., e Serrasqueiro, Z. (2010). Decisões de financiamento das micro empresas nacionais. XVI Congresso da AECA. Granada: Espanha. Disponível em http://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/6225/1/paper_AECA.pdf. Último acesso em 29-01-2012.

Fernandes, J. (2008). Información financiera en soporte electrónico: Un análisis de las empresas portuguesas. Tese de doutoramento. Universidade de Huelva: Espanha.

Ferreira, H. (2009). Capital de risco: Análise comparativa à evolução do desinvestimento em Portugal e na Europa. Dissertação de mestrado: Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.

Ferreira, L. e Sarmiento, M. (2009). Da investigação quantitativa em Contabilidade: Investigação por inquérito *in* Contabilidade e Controlo de Gestão. Organização: Major, M. J. e Vieira, R. Lisboa: Escolar Editora.

Fidrmuc, J. e Jacob, M. (2010). Culture, agency costs, and dividends. *Journal of Comparative Economics*. **38** (3), 321–339.

Finch, N. (2007). Testing the theory of cultural influence on international accounting practice. *Allied Academies International*. Proceedings of the Academy of

Accounting and Financial Studies, Conference, page 27, Volume 12, Number 1 Jacksonville.

Flannery, M. (1986). Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice. *Journal of Finance*, XLI, 19-38.

Frank, M. e Goyal, V. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure, *Journal of Financial Economics*. **67**, 217-248.

Gibb, A. e Davies, L. (1990). In pursuit of frameworks for the development of growth models of the small business. *International Small Business Journal*. **9 (1)**, 15-31.

Gilson, T. e Black, S. (1998). Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets. *Journal of Financial Economics*. **47**, 243-277.

Gouveia, V. V., Martínez, E., Meira, M., e Milfont, T. L. (2001). A estrutura e o conteúdo universais dos valores humanos: Análise fatorial confirmatória da tipologia de Schwartz. *Estudos de Psicologia*. **6 (2)**, 133-142.

Gouveia, V. e Ros, M. (2000). Hofstede and Schwartz's models for classifying individualism at the cultural level: their relation to macro-social and macro-economic variables. *Psicothema*. **12 (Supl.)**, 25-33.

Gray, S. (1988). Towards a theory of cultural influence on the development of accounting systems internationally. *Abacus*. **24**, 1-15.

Gray, S. e Vint, H. (1995). The impact of culture on accounting disclosures: some international evidence. *Asia-Pacific Journal of Accounting*. **21**: 33-43.

Gleason, K. C., Mathur, L. K. e Mathur, I. (2000). The Interrelationship between Culture, Capital Structure, and Performance: Evidence from European Retailers. *Journal of Business Research*. **50 (2)**, 185-191.

Griffin, D., Li, K., Yue, H., e Zhao, L. (2009). Country of Origin Effects in Capital Structure Decisions: Evidence from Foreign Direct Investments in China. Working paper. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1354403. Último acesso em 2012-04-05.

Hall, G. C., Hutchinson, P. J. e Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance and Accounting*. **31 (5-6)**, 711-728.

Haller, A. e Löffelmann, J. (2009). Banks as Major Addressees of Financial Statements of Small and Medium sized Entities (SMEs): Empirical Results of a Study about Banks' view on Financial Statements. Presented at the European Accounting

Association Conference: Tampere. 12-15 May, 2009.

Harris, M. e Raviv, A. (1990), Capital structure and the informational role of debt. *The Journal Finance*. **45(2)**, 321-349.

Harris, M. e A. Raviv, (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*. **46**, 297–355.

Heimer, T., Hölscher, L., e Werner, M. R. (2008). Access to finance and venture capital for industrials SMEs. Working Paper: Frankfurt School of Finance and Management. Disponível em <http://www.econstor.eu/dspace/bitstream/10419/27863/1/577675613.PDF>. Último acesso em 15-08-2010.

Hill, M. e Hill, A. (2008). Investigação por questionário. 2ª Edição. Lisboa: Edições Sílabo.

Hofstede, G. (1980). Culture's consequences: International differences in work-related values. London: Sage Publications.

Hofstede, G. (2001). Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations across Nations. Sage Publications: Thousand Oaks.

Hofstede, G., Hofstede, G. J. e Minkov, M. (2010). Cultures and Organizations: Software of the Mind (Rev. 3rd ed.). New York: McGraw-Hill.

Hope, O. K. (2003). Firm-level disclosures and the relative roles of culture and legal origin. *Journal of International Financial Management and Accounting*, **14 (3)**, 218-248.

Hope, O. K., Kang, T., Thomas, W. e Yoo, Y. K. (2008). Culture and auditor choice: A test of the secrecy hypothesis. *Journal of Accounting and Public Policy*. **27**, 357-373.

Houben, E. (2002). Venture capital, double-sided adverse selection and double-sided moral hazard. Working paper. University of Kiev. Disponível em http://avco.at/upload/medialibrary/19056_0_VC%20adv.%20selection%20and%20moral%20hazard,%202002.pdf. Último acesso em 2012-09-05.

Hofstede, G. e Bond, M. (1988). The Confucius connection from cultural roots to economic growth. *Organizational Dynamics*. **16 (4)**, 5-21.

Hussain, J., Millman, C. e Matlay, H. (2006). Access to Entrepreneurial Finance: An International Perspective. The International Conference on Financing of SMEs in Developed Countries 4 – 5th April 2006. University of Warwick.

Hussey, J. e R. Hussey (1997) Business Research: A Practical Guide for Undergraduate and Postgraduate Students. London, Macmillan.

IAPMEI [Instituto Português de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento] (2006). Guia prática de capital de risco. Disponível em <http://www.iapmei.pt/resources/download/GuiaPraticodoCapitaldeRisco.pdf>. Último acesso em 2011-09-08.

IAPMEI [Instituto Português de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento] (2009). Estudos e informação económica: Classificações e conceitos. Disponível em <http://www.iapmei.pt/iapmei-art-03.php?id=1790>. Último acesso em 2011-11-03.

IAPMEI [Instituto Português de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento] (2012a). PME Líder 2011. Disponível em <http://www.iapmei.pt/iapmei-mstplartigo-01.php?temaid=170andmsid=6>. Último acesso em 2012-03-09.

IAPMEI [Instituto Português de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento] (2012b). PME Excelência 2011. Disponível em <http://www.iapmei.pt/iapmei-mstplartigo-01.php?temaid=156andmsid=6>. Último acesso em 2012-03-09.

IASB [International Accounting Standards Board]. (1989). Framework for the preparation and presentation of financial statements. Londres.

IASB [International Accounting Standards Board]. (2007). IFRS for Small e Medium-Sized Entities. Basis for conclusions on exposure draft. Disponível em <http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/B34721E3-9E09-47DF-AA84-B9C88E6057CC /0/SMEs.pdf>. Último acesso em 2008-02-10.

IASB [International Accounting Standards Board]. (2008a). *International Accounting Standard 1 (IAS 1) revised in 2007*, published in the Official Journal of the European Union, L 339/4, de 18.12.2008. Último acesso em 2009-04-10.

IASB [International Accounting Standards Board]. (2008b). Discussion Paper. Preliminary Views on Financial Statement Presentation, No. 1630-100. Disponível em <http://www.iasb.org>. Último acesso em 2009-04-20.

IASB [International Accounting Standards Board]. (2009). IFRSs around the world. Disponível em <http://www.iasb.org/About+Us/About +the+IASB/IFRSs +around+the+world.htm>. Último acesso em 2009-11-07.

IFRS Foundation [International Financial Reporting Standards Foundation]. IFRSs para PMEs (2010a). Disponível em <http://www.ifrs.org/NR/rdonlyres/CBC2E527-0BE1-4143-9EF5 130EFEE139AA/0/Overview of IFRS for SMEs Portuguese.pdf>. Último acesso em 2012-01-22.

IFRS Foundation [International Financial Reporting Standards Foundation]. (2010b). Project Summary and Feedback Statement: Conceptual Framework for Financial Reporting.

IFRS Foundation [International Financial Reporting Standards Foundation]. (2011). About the IFRS Foundation and the IASB. Disponível em <http://www.ifrs.org/The-organisation/Pages/IFRS-Foundation-and-the-IASB.aspx>.

Último acesso em 2011-05-22.

Invest (2010). Revista *invest*. Ano VI (62). Março de 2010.

INE [Instituto Nacional de Estatística] (2011). As empresas em Portugal - 2011. Disponível em http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INEandxpgid=ine_publicacoesandPUBLICACOESpub_boui=153408436andPUBLICACOESmodo=2. Último acesso em 2013-04-11.

IONLINE (2012a). Governo lança linha de crédito de mais de 1500 milhões de euros para financiar PME'S. Disponível em <http://www.ionline.pt/dinheiro/governo-lanca-linha-credito-mais-mil-milhoes-euros-financiar-pmes>. Último acesso em 2012-01-04.

IONLINE (2012b). Carlos Oliveira. “A investigação nas universidades não gera empregos, não gera exportações”. Disponível em <http://www.ionline.pt/portugal/carlos-oliveira-investigacao-nas-universidades-nao-gera-empregos-nao-gera-exportacoes>.

Último acesso em 2012-07-08.

Jagatheeshwaran, V. (2009). Capital structure and the influence of culture. Working paper. Disponível em <http://content.yudu.com/Library/A15v2d/CapitalStructureand/resources/2.htm>. Último acesso em 2012-05-25.

Jaggi, B. e Low, P. (2000). Impact of Culture, Market Forces, and Legal System on Financial Disclosures. *The International Journal of Accounting*. **35** (4), 495-519.

Javidan, M., House, R. J., Dorfman, P. W., Hanges, P. J. e De Luque, M. S. (2006). Conceptualizing and measuring cultures and their consequences: a comparative review of GLOBE's and Hofstede's approaches. *Journal of International Business Studies*, **37**, 897-914.

Jensen, M. e Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. **3**, 305-360.

Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*. **76** (2), 323-329.

Jensen, N. e Uhl, F. (2008). Capital structure in European SMEs: An analysis of

firm and country specific variables in determining leverage. Working Paper. Aarhus School of Business: University of Aarhus. Disponível em http://pure.au.dk/portal/files/3244/Capital_Structure_in_European_SMEs.pdf. Último acesso em 2012-08-14.

Jornal de Negócios (2010). IAPMEI ajuda Euronext a trazer PME à bolsa. Disponível em http://www.jornaldenegocios.pt/imprimirNews_v2.php?id=407299. Último acesso em 2011-10-22.

Kang, T., Lee, L. F., NG, T. Y. J., Tay, J. e Wan, S. (2004). The Impact of Culture on Accounting Choices: Can Cultural Conservatism Explain Accounting Conservatism? Fourth Asia Pacific Interdisciplinary Research in Accounting Conference. Singapore. Disponível em <http://www.smu.edu.sg/events/apira/2004/Final%20Papers/1052-Tay.pdf>. Último acesso em 2012-08-08. Último acesso em 2010-09-05.

Kangarluei, S. e Anarjan, A. (2011). The investigation of the relationship between cultural values and cash holdings: Company examples from Iran. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. **37**, 70-76.

Kearney, C., Mac an Bhaird, C. e Lucey, B. (2012). Culture and capital structure in small and medium sized firms. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2185284. Último acesso em 2013-02-20.

Kester, W. (1986). Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese manufacturing corporations. *Financial Management*. **15**, 5:16.

Kim, E. (1978). A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. *Journal of Finance*. **33**, 45-64.

Kim, W. e Sorensen, E. (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and quantitative analysis*. **21(2)**, 131-144.

Kirkman, B. L., Lowe, K. B., e Gibson, C. B. (2006). A quarter century of culture's consequences: A review of empirical research incorporating Hofstede's cultural values framework. *Journal of International Business Studies*, **37 (3)**, 285-320.

Kraus, A. e Litzenberger, R. (1973). A state preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*. **3 (2)**, 104-110.

Kunz, A. e Pfaff, D. Agency theory, performance evaluation, and the hypothetical construct of intrinsic motivation. *Accounting, Organizations and Society*, **27** (2002) 275-295.

Kwok, C. e Tadesse, S. (2006). National culture and financial systems. *Journal of*

International Business Studies. **28**, 911-921.

La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R. (1996). Law and finance. Working paper (publicado in *Journal of Political Economy*, **106**, December 1998).

Lima, G. (2009). Nível de evidenciação *versus* custo da dívida das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade e Finanças*. **20 (49)**, p. 95-108.

Lei n.º 20/2010, de 23 de Agosto. Diário da República n.º 163 – I Série A. Lisboa. Disponível em <http://dre.pt/pdf1s/2010/08/16300/0366103661.pdf>. Último acesso em 2011-10-22.

Lei n.º 35/2010, de 2 de Setembro. Diário da República n.º 131 – I Série A. Lisboa. Disponível em <http://www.min-financas.pt/legislacao/2010/lei-n.o-20-2010>. Último acesso em 2011-10-22.

Leland, H. E. e Pyle D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*. **32(2)**, 371-387.

Li, K., Griffin, D., Yue, H. e Zhao, L. (2011). National culture and capital structure decisions: Evidence from foreign joint ventures in China. *Journal of International Business Studies*. **42**, 477–503.

Lobão, J. (2012). Finanças comportamentais: Quando a Economia encontra a Psicologia. Actual: Lisboa.

Lopes, H. (2005). Abrindo a caixa preta: considerações sobre a utilização da Análise Fatorial Confirmatória nas pesquisas em Administração. *Revista de Economia e Gestão*. **5 (11)**, 19-34.

Lopez-Gracia, J., e Aybar-Arias, C. (2000). An empirical approach to the financial behaviour of small and medium sized companies. *Small Business Economics*. **14(1)**, 55-63.

Machado, M. J. (2009). O suporte informático influencia as práticas de contabilidade de gestão das PME's industriais portuguesas. *XX Encontro Nacional de Docentes de Contabilidade do Ensino Superior*: Coimbra.

Magalhães, J., Daudt, C. e Phonlor, P. (2009). Advantages Provided to Small and Medium-sized Enterprises through Cooperation Networking in the Context of Venture Capital. *RAC, Curitiba*, v. 13 (4), 583-603.

Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*. **7**, 77-91.

Maroco, J. (2003). Análise estatística com utilização do SPSS. (2ª edição). Lisboa: Edições Sílabo.

Marques, A. (2006). A bolsa de valores e as PME. IX Congresso dos Revisores Oficiais de Contas: O Revisor do futuro – Uma nova perspectiva da realidade. Estoril. Portugal. Outubro de 2006.

Marques, F. e Morgado, A. (2004). Determinantes da maturidade da dívida das pequenas e médias empresas industriais portuguesas. X Congresso de Contabilidade: Relato Financeiro e Responsabilidade Social. Estoril. Portugal. Novembro de 2004.

Matias, M. (2009). A assimetria informacional no financiamento das micro e pequenas empresas. *Revista TOC*. 114, 56-60.

McSweeney, B. (2002). Hofstede's model of national cultural differences and their consequences: A triumph of faith - a failure of analysis. *Human Relations*. **55(1)**, 89-118.

Merinda, B. (2011). Cultural Impact on Accounting Practices: Does it disappear after the introduction of IFRS? Bachelor Thesis. Erasmus School of Economics: Erasmus University Rotterdam.

Meek, G. e Gray, S. (1989). Globalization of stock markets and foreign listing requirements: voluntary disclosures by continental European companies listed on the London Stock Exchange. *Journal of International Business Studies*. **20(2)**, 315-336.

Miller, M. (1977). Debt and Taxes. *Journal of Finance*, **32**, 261-75.

Modigliani, F. e Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*. **48**, 261-97.

Modigliani, F. e Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*. **53**, 433-43.

Milanés Montero, P., Albarrán Lozano, I., Teixeira Quirós, J. e Pérez Calderón, E. (2011). Accounting standards for small and medium-sized entities. Evidence from Spain. *Contaduría y Administración*, (235).

Moraes, E. (2005). Determinantes da estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. Dissertação de mestrado.

Moro, A.; Lucas, Michael; Grimm, U. e Grassi, E. (2010). Financing SMEs: a model for optimizing the capital structure. In: 17th Annual Global Finance Conference, 27-30 June 2010, Poznan. Disponível em <http://oro.open.ac.uk/24087/2/>. Último acesso em 2011-02-09.

Morunga, M. (2010). The potential effects of IFRS for SMEs on New Zealand SME financial reporting. Massey University: School of Accountancy.

Murteira, B., Ribeiro, C. S., Silva, J. A. e Pimenta, C. (2008). Introdução à

Estatística. 2ª ed. Lisboa: Mc Graw-Hill.

Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*. **5**, 147–75.

Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*. **39**, 575–592.

Myers, S. e Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. **11**, 187–221.

Myers, S., (1993). Still Searching for Optimal Capital Structure. *Journal of Applied Corporate Finance*. **1 (6)**, 4–14.

Nagy, C., Trif, V. e Cotlet, B. (2010). Accounting treatments for financing entities. *Annals of the University of Petroșani, Economics*. **10 (4)**, 225-232.

Neto, J. e Filho, J. (2008). Capital de risco para capitalização das pequenas e médias empresas: Um estudo bibliográfico sobre os critérios para capitalização.

Ngaire, K. (2006). Perceptions of true and fair view concept: An empirical investigation. *Abacus*. **42 (2)**, 205-235.

Nobes, C. (1983). A judgmental international classification of financial reporting practices. *Journal of Business, Finance and Accounting*, **10 (1)**, 1-19.

Nobes, C. (1992), Classification of accounting systems using competencies as a discriminating variable: A Great Britain-United States study: a comment. *Journal of Business Finance and Accounting*, **19**, 153–155

Nobes, C. (1998). Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting, *Abacus* **34 (2)**.

Nobes, C. e Parker, R. (2004). *Comparative International Accounting*, 8nd edition. Pearson Education Limited: England.

NYSE Euronext (2011). Sistema de negociação multilateral gerido pela *Euronext* Lisbon. Disponível em <http://europeanequities.nyx.com/pt-pt/regulation/market-rules>. Último acesso em 2011-10-31.

Obaidat, A. (2007). Accounting Information Qualitative Characteristics Gap: Evidence from Jordan. *International Management Review*. **3 (2)**, 26-32.

Olimidt, L. e Calu, D. (2007). An empirical study of the accounting values shared by Romanian accountants aiming to become private practitioners. Bucharest Academy of Economic Studies. *Working Paper*. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=948953. Último acesso em 2009-06-24.

Oliveira, T. (2001). Amostragem não Probabilística: Adequação de Situações para uso e Limitações de amostras por Conveniência, Julgamento e Quotas. *Revista Administração on-line*. **2** (3). Disponível em http://www.fecap.br/adm_online/art23/tania2.htm. Último acesso em 12 de Fevereiro de 2012.

Jordan, J., Lowe, J., e Taylor, P. (1998). Strategy and financial policy in UK small firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, **25** (1-2), 1-27.

O'Regan, P., O'Donnell, D., Kennedy, T., Bontis, N., e Cleary, P. (2005). Board composition, non-executive directors and governance cultures in Irish ICT firms: a CFO perspective. *Corporate Governance*. **5** (4), 55-63.

OPEX (2011). OPEX / FAQ. Disponível em <http://www.opex.pt/Opex/Site/Frontoffice/default.aspx?module=faq/faqandID=4>. Último acesso em 2011-10-21.

Pavani, C. (2003). O capital de risco no Brasil: Conceito evolução, perspectivas. Brasil: Editora E-papers.

Palma, A. (2011). Determinantes da maturidade da dívida: Evidência empírica de Portugal e Espanha. Dissertação de Mestrado. Instituto Superior de Economia e Gestão: Universidade Técnica de Lisboa.

Pedro, L. e Guerreiro, R. (2004). Aplicação de árvores de decisão na análise financeira. 1º Congresso de Iniciação Científica da Universidade de São Paulo. Disponível em http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos12004/an_resumo.asp?cod_trabalho=424. Último acesso em 2011-12-21.

Pereira, A. (2008). SPSS Guia prático de utilização Análise de dados para ciências sociais e psicologia, Lisboa: Edições Sílabo.

Pereira, E. (2009a). A pequena e média empresa portuguesa e o mercado de capitais: A perspectiva do capital de risco. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*. **32**, 94-114. Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C32Art5.pdf>. Último acesso em 2011-10-30.

Pereira, J. (1999). Análise de dados qualitativos. (1ª edição). São Paulo: FAPESP.

Perera, A. e Thrikawala, S. (2010). An empirical study of the relevance of accounting information on investor's decisions. Working paper. University of Kelaniya, Sri Lanka. Disponível em <http://www.kln.ac.lk/uokr/ICBI2010/19.pdf>. Último acesso em 2011-12-22.

Perera, H., e Mathews, R. (1990). The cultural relativity of accounting and international patterns of social accounting. *Advances in International Accounting*, **3**, 215-251.

Perera, M. (1989). Towards a framework to analyze the impact of culture on accounting. *The International Journal of Accounting*. **24**, 42-56.

Pereira, M. (2009). Gestão de resultados e *accruals*. Dissertação de mestrado em Contabilidade. Faculdade de Economia: Universidade do Porto.

Perera, H., Cummings, L., E Chua, F. (2012). Cultural relativity of accounting professionalism: Evidence from New Zealand and Samoa. *Advances in Accounting (incorporating Advances in International Accounting)*. **28 (1)**, 138–146.

Petersen, M. e Rajan, R. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *Journal of Finance*. **49(1)**, 3-37.

Pettit, R. e R. Singer, (1985). Small business finance: a research agenda, *Financial Management*. **14**, 47–60.

PME Líder (2011). Edição Diário Económico.

Pontes, S. (2013). Futuro próximo segundo a União Europeia. Revista da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas. **60**, 30-40.

Público (2008). Athayde Marques: maioria das empresas portuguesas "fortemente descapitalizadas". Disponível em <http://economia.publico.pt/Noticia/athayde-marques-maioria-das-empresas-portuguesas-fortemente-descapit>. Último acesso em 2011-10-31.

Radebaugh, L. e Gray, S. (1993). *International Accounting and Multinational Enterprises*, Wiley.

Rajan, R. e Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*. **50 (5)**, 1421-1460.

Ramalho, S. e Silva J. (2009). A two-part fractional regression model for the financial leverage decisions of micro, small, medium and large firms. *Quantitative Finance*. **9 (5)**, 621-636.

Ramirez, A. e Tadesse, S. (2009). Corporate Cash Holdings, Uncertainty Avoidance, and the Multinationality of Firms. *International Business Review*. **18**, 387–403.

Razina, F. (1999). A criação, em Portugal, de um Mercado Orientado para Empresas (small caps) com Elevado Potencial de Crescimento. Caderno de Valores Mobiliários nº 6. Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/0cdf524ef07c4c85a6508f9938f71c2aACriacaoemPortugal.pdf>.

Rebelo, S. (2003). A estrutura de capital e o ciclo de vida das empresas. Dissertação de mestrado. Universidade do Algarve.

Recomendação 1996/280/CE da Comissão, de 3 de Abril de 1996. Bruxelas: Jornal

Oficial da União Europeia L 107, de 1996-04-30.

Recomendação 2003/361/CE da Comissão, de 20 de Maio de 2003. Bruxelas: Jornal Oficial da União Europeia L 124, de 2003-05-20.

Regulamento nº 1606/2002/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho. Bruxelas: Jornal Oficial da União Europeia L 243, de 2002-11-11. Último acesso em 2008-02-10, em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32002R1606:PT:HTML>

Regulamento nº 361/2003/CE da Comissão, de 6 de Maio. Bruxelas: Jornal Oficial da União Europeia L 124, de 2003-05-20. Último acesso em 2009-08-07, em http://europa.eu/legislation_summaries/enterprise/business_environment/n26026_pt.htm

Regulamento nº 1725/2003/CE da Comissão, de 21 de Setembro. Bruxelas: Jornal Oficial da União Europeia L 261, de 2003-10-13. Último acesso em 2008-02-10, em <http://eur-ex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32003R1725:PT:HTML>

Regulamento nº 11/2005 da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), de 3 de Novembro de 2005, sobre o âmbito das Normas Internacionais de Contabilidade. Disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Circulares/Documents/c583425b57b14802b90f11aa7b40209dreg2005_11.pdf. Último acesso em 2012-07-22.

Regulamento nº 1126/2008/CE da Comissão, de 3 de Novembro de 2008, que adota certas normas internacionais de contabilidade nos termos do Regulamento 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho. Jornal Oficial da União Europeia, L-320 de 29 de Novembro de 2008.

Regulamento nº 1274/2008/CE da Comissão, de 17 de Dezembro de 2008, que altera o Regulamento (CE) n.º 1126/2008 que adota certas normas internacionais de contabilidade nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito à Norma Internacional de Contabilidade (IAS 1). Jornal Oficial da União Europeia, L-339/3 de 18 de Dezembro de 2008.

Rihab, B. e Lofti, B. (2011). Socio-cultural heritage and financial decisions: An empirical study. *Educational Research*, **2(11)**, 1685-1707.

Roberts, C. e Salter, S. (1999). Attitudes towards uniform accounting: cultural or economic phenomena? *Journal of International Financial Management and Accounting*, **10(2)**, 121-142.

Rodriguez Jr., R. (2009). Three essays on the quantification, validation and

application of gray's accounting values. Thesis. Faculty of the Graduate School: The University of Texas at El Paso.

Rogão, M. (2007). O comportamento das empresas cotadas portuguesas na escolha dos fontes de financiamento. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*. 28, 105-130. Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/bb76ebdc03c84935ae7b19797cc3f6b1Artigo6.pdf>. Último acesso em 2012-07-06.

Romano, C. A., Tanewski, G. A., e Smyrnios, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*. 16 (3), 285,310.

Rokeach, M. (1973). *The nature of human values*. New York: Free Press.

Haro, A., Caba, C. e Cazorla, L. (2010). El impacto de la inversión de capital riesgo sobre la estructura financiera de las pymes participadas: Un estudio empírico regional. *Revista Internacional de la Pequeña y Mediana Empresa*. 1 (4), 28-48.

Ross, S. A. (1977), The determination of financial structure: the incentive signaling approach. *Bell Journal of Economics*. 8, 23-40.

Russo, J. (2005). A orientação estratégica das PME - o caso da indústria de transformação de plásticos da Região Centro Litoral. Revista da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas. Julho-Setembro (30). Disponível em http://www.oroc.pt/revista/detalhe_artigo.php?id=18. Último acesso em 2011-11-13.

Salleh, S., Gardner, J., Sulong, Z. e McGowan, Jr., C. (2011). The interpretation of “In context” verbal probability expressions used in International Accounting Standards: A comparison of English and Chinese students studying at English speaking universities. *Journal of International Education Research*. 7 (2), 67-80.

Salter, S. e Niswander, F. (1995). Cultural influence on the development of accounting systems internationally: a test of Gray's (1988) theory. *Journal of International Business Studies*. 26, 379-397.

Santos, T. (2000). A adesão ao mercado de capitais – uma alternativa de financiamento. Disponível em: <http://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/interven%C3%A7%C3%B5es/IAPMEI ades%C3%A3o mercado capitais.pdf>. Último acesso em 2011-10-30.

Santos, L. (2006). Contabilidade Internacional – Comparação das normas contabilísticas para as empresas não financeiras nos países lusófonos. Lisboa: Vida Económica.

Schmitt, D. (2002). Financiamento das pequenas e médias empresas: Aspectos do processo de decisão empresarial e o instrumento de capital de risco. Dissertação de mestrado. Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Schwartz, S. (1992). Universals in the content and structure of values: Theoretical advances and empirical tests in 20 countries. In M. P. Zanna (Ed.), in *Advances in experimental social psychology*. **25**, 1-65. San Diego, CA: Academic Press.

Schwartz, S. (1994a). Are There Universal Aspects in the Structure and Contents of Human Values? *Journal of Social Issues*. **50** (4), 19-45

Schwartz, S. (1994b). Beyond individualism/collectivism: New dimensions of values. *Individualism and Collectivism: Theory Application and Methods*. U. Kim, H.C. Triandis, C. Kagitcibasi, S.C. Choi and G. Yoon, Newbury Park, CA: Sage.

Schwartz, S. (1999). Cultural value differences: some implications for work. *Applied Psychology: An International Review*. **48**, 23-47.

Scott, J. (1976). A theory of optimal capital structure. *Bell Journal of Economics*. **7** (1), 33-54.

Scott, M., e R. Bruce (1987). Five Stages of Growth in Small Business, *Long Range Planning*. **20**, 45-52.

Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review*. **73** (4), 149-474.

Serrasqueiro, Z. (2000). Financiamento das pequenas e médias empresas portuguesas: Fontes de capital externas na perspectiva do lado da procura. Tese de doutoramento: Universidade da Beira Interior.

Serrasqueiro, Z. (2003). Influência dos proprietários e/ou gestores nas decisões de financiamento das PME", in J.M.B. Fernandez, J.A.D. Castro, B.B. Fernandez Barreiro, E.R. Sanmartin, F.L. Pérez (eds.), *Gestión Científica Empresarial: Temas de Investigación Actuales*, Coruña: Netbiblo, 335-349.

Serrasqueiro, Z. e Nunes, L. (2004). A informação contabilística nas decisões financeiras das pequenas empresas. *Revista Contabilidade e Finanças*, **36**, 87-96.

Serrasqueiro, Z., Nunes, P. M., e Silva, J. (2011). Are Capital Structure Decisions of Family-Owned SMEs Different? Empirical Evidence From Portugal. *Centro de Estudos e Formação Avançada em Gestão e Economia—Universidade de Évora*. **11**, 1-38.

Sharpe, S. (1991). Credit rationing, concessionary lending and debt maturity. *Journal of banking and finance*. **15**, 581-604.

Silva Junior, F. (2012). A estrutura de capital das PME's e das grandes empresas: Uma análise comparativa. Dissertação de Mestrado: Faculdade de Economia: Universidade de Coimbra.

Shao, L., Kwok, C. C., e Guedhami, O. (2009). National culture and dividend policy. *Journal of International Business Studies*. **41(8)**, 1391-1414.

Silva, I. (2011). Normalização Contabilística: Presente e Futuro. Conferência promovida pela Comissão de Normalização Contabilística. Lisboa, 15 de Dezembro de 2011. Disponível em http://www.cnc.min-financas.pt/0_new_site/Conferencia2011/Painel_1_Dra_Isabel_Silva.pdf. Último acesso em 15-01-2012.

Sivakumar, K. e Nakata, C. (2001). The stampede toward Hofstede's framework: avoiding the sample design pit in cross-cultural research. *Journal of International Business Studies*. **32 (3)**, 555-574.

Sekely, W. e Collins, J. (1988). Cultural influences on international capital structure. *Journal of International Business Studies*. **19 (1)**, 87-100.

Smith, C. e Warner, J. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of financial economics*. **7(2)**, 117-161.

Sobreira, R., Rente, F., e Figueiredo, C. (2005). Estrutura de capital e estratégias competitivas. *Cadernos da Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas*. **3 (4)**, 01-12.

Sogorb-Mira, F. e Lopez-Gracia, J. (2003). Pecking order versus trade-off: An empirical approach to the small and medium enterprise capital structure. Working paper. Disponível em <http://xiforofinanzas.ua.es/trabajos/1000.pdf>. Último acesso em 15-12-2012.

Sousa, A. e Chaia, A. (2000). Política de crédito: Uma análise qualitativa dos processos em empresas. *Caderno de Pesquisas em Administração*. **7 (3)**, 13-25.

Souza, J. e Peñaloza, R. (2005). Mensuração. Disponível em http://www.ufrgs.br/ppge/pcientifica/2005_02.pdf. Último acesso em 2012-02-18.

Spanos, Y. (2012). Absorptive capacity and the propensity to adopt advanced technology: the case of computer integrated manufacturing (CIM) systems. *International Journal of Information Technology and Management*. **11 (4)**, 323-346.

Stadler, I. e Castilho, D. (1997). An introduction to the economic of information. New York: Oxford University Pres.

Stainbank, L. e Peebles, C. (2006). The usefulness of corporate annual reports in South Africa: perceptions of preparers and users. *Meditari Accountancy Research*. **14**

(1), 69-80.

Stonehill, A. e Stitzel, T. (1969). Financial Structure and Multinational Corporations. *California Management Review*. **1**, 91-96.

Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*. **26**, 3-27.

Street, D. L., Gray, S. J., and Bryant, S. M. (1999). Acceptance and observance of International Accounting Standards. *The International Journal of Accounting*. **34(1)**, 11-48.

Tarca, A. (2004). International convergence of accounting practices: Choosing between IAS and US GAAP. *Journal of International Financial Management and Accounting*. **15**, 60-91.

Tawfik, M. (1990). An empirical investigation of homogeneity of information needs for diverse users of financial statements: An application of data expansion approach to enhance the Saudi Arabian disclosure standard-setting. *Journal of Kingdom Saudi Arabia University: Economics and Administration*. **3**, 107-132.

Teixeira, C. (2008), A Interpretação dos Termos e Expressões que Exprimem Probabilidade Utilizados no Normativo do IASB: O Caso dos Auditores Registados na CMVM, Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Auditoria, Universidade do Minho, Braga.

Teixeira, C. (2009), “O Impacto da Cultura na Interpretação dos Termos e Expressões que Exprimem Probabilidade Utilizados no Normativo do IASB, Prémio Professor Rogério Fernandes Ferreira, Câmara dos Técnicos Oficiais de Contas, Lisboa.

Teixeira, C. e Silva, A. (2009). The interpretation of verbal probability expressions used in the IAS/IFRS: Some Portuguese evidence. *Revista de Estudos Politécnicos Polytechnical Studies Review*. **Vol VII (12)**, 57-73.

Titman, S. e Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*. **43**, 1-19.

Tomaz, J. (2013). Será sido Portugal o primeiro país a implementar a remuneração convencional do capital social? *Revista de Finanças Públicas e Direito Fiscal*. **Ano V (3)**, 60-85.

Toy, N., Stonehill, A., Remmers, L., Wright, R., and Beekhuisen, T. (1974). A comparative international study of growth, profitability, and risk as determinants of corporate debt ratios in the manufacturing sector. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. **9(5)**, 875-886.

Tsakumis, G. (2007). The influence of culture on accountants' application of financial reporting rules. *Abacus*.**43**, 27-48.

Ueda, M. (2004). Banks versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening, and Expropriation. *Journal of Finance: American Finance Association*. **59** (2), 601-621.

Vadnjal, J. (2003). Equity financing of growing and innovative businesses in Slovenia. Working paper. Disponível em <http://www.oefz.at/fr/BF02/Vadnjal.pdf>. Último acesso em 2012-04-12.

Veerle, V. (2005). The current state of accounting harmonization: impediments to and benefits from harmonization. Working paper. Department of Accountancy and Corporate Finance: Ghent University. Disponível em http://www.feb.ugent.be/nl/Ondz/wp/Papers/wp_05_322.pdf. Último acesso em 2012-01-01.

Vieira, E. e Novo, A. (2010). A estrutura de capital das PME: Evidência no mercado português. Working paper. Estudos do ISCA. Série **IV** (2). Disponível em <http://revistas.ua.pt/index.php/estudosdoisca/article/viewArticle/578>. Último acesso em 2012-07-15.

Vieira, R., Major, M. J. e Robalo, R. (2009). Investigação qualitativa em Contabilidade *in* Contabilidade e Controlo de Gestão. Organização: Major, M. J. e Vieira, R. Lisboa: Escolar Editora.

Villacorta Hernández, M. (2004). Posibles soluciones a problemas de la normalización contable. Tese de doutoramento. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales: Universidad Complutense de Madrid.

Villamil, A. (2008). Modigliani–Miller theorem." *The New Palgrave Dictionary of Economics*. Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan. The New Palgrave Dictionary of Economics Online. Palgrave Macmillan. Disponível em http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_M000187. Último acesso em 2012-08-01.

Wald, J. K. (1999), How firm characteristics affect capital structure: an international comparison, *Journal of Finance Response*. **22**(2), 161-187.

Wang, D e Esqueda, O. (2013). How National Culture and Country Governance Affect Firms' Leverage Decisions and Cash Holdings: Evidence from Asian ADRs. Working paper. Disponível em http://cvt2.nsuok.edu/kwok/conference/submissions/swfa2013_submission_41.pdf. Último acesso em 2013-03-10.

Watson, R. e Wilson, N. (2002). Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order. *Journal of Business*

Finance and Accounting. **29 (3/4)**, 557-578.

Wattanapruttipaisan, T. (2003). Four Proposals for Improved Financing of SME Development in ASEAN. *Asian Development Review*. **20 (2)**, 66-104.

Willett, R.J., Nishimura, A. e Baydoun, N. (1997). Reflections on the relationship between culture and accounting in the Asia-Pacific region. *Accounting in the Asia Pacific Region*, 400-426.

Yoon, S. (2007). Accounting quality and international accounting convergence. Thesis: Faculty of the Graduate College of the Oklahoma State University.

Zarzeski, M. (1996). Spontaneous harmonization effects of culture and market forces on accounting disclosure practices. *Accounting Horizons*. **10**, 18-37.

Zeff, S. (2007). Some obstacles to global financial reporting comparability and convergence at a high level of quality. **39**, 290-302.

Zheng, X., El Ghouli, S., Guedhami, O., and Kwok, C. C. (2012). National culture and corporate debt maturity. *Journal of Banking and Finance*. **36**, 468–488.

ANEXO

Anexo I: Versão definitiva do Questionário I

Nota Importante: Agradecemos que as respostas às questões que se seguem reflectam exclusivamente a opinião do inquirido.

O recurso a outros meios, sob o nosso ponto de vista, necessariamente inviabilizaria os objectivos da pesquisa.

Contamos que os resultados desta pesquisa traga contributos para a investigação científica no campo da Contabilidade.

Questões de enquadramento

1. Qual a sua idade (indique por favor à esquerda) e sexo (marque a opção correspondente à esquerda)?
- anos = 1, se masculino R =
= 2, se feminino
2. Qual o seu último / actual nível de escolaridade (à esquerda) e em que fase se encontra (à direita):
- = 1, se licenciatura R = = 5, se concluído R =
= 2, se especialização = 6, se em conclusão
= 3, se mestrado
= 4, se doutoramento
= 5, se pós-doutoramento
3. Qual a sua área de formação académica mais relevante:
- = 1, se Contabilidade = 4, se Direito / Fiscalidade R =
= 2, se Auditoria = 5, se Economia
= 3, se Finanças = 6, se Gestão
4. Que normas de relato financeiro de carácter obrigatório utiliza, habitualmente, no exercício das suas funções? R =
- = 1, se Normas Nacionais de Contabilidade, inclusive as de âmbito sectorial
= 2, se Normas Internacionais de Contabilidade (do IASB)
= 3, se Utilizo quer as mencionadas na opção 1 quer as mencionadas na opção 2 acima.
= 4, se Outras, que passo a indicar: _____
5. Quantos anos de experiência profissional acumula na sua principal área de actuação? R =



Parte I - O julgamento profissional

1. Utilizando a escala que se segue, indique em que medida concorda ou discorda de cada uma das afirmações abaixo apresentadas:
- discordo totalmente concordo totalmente
- 1 2 3 4 5
- 1.1. Em caso de dúvidas, a avaliação pelo mais baixo valor disponível pressupõe a representação fidedigna de um fenómeno económico. R =
- 1.2. Havendo conflito entre as normas de Contabilidade e a Estrutura Conceptual de relato financeiro do IASB, os preceitos deste último documento deveriam, em qualquer circunstância, prevalecer sobre aqueles. R =
- 1.3. O relato financeiro obrigatório deve estar disponível para o público em geral, e não apenas para um selecto grupo de interessados, onde se incluem os gestores e os investidores. R =
- 1.4. A profissão de preparador (contabilistas) em Portugal deveria estar sob o controlo directo do Estado R =
- 1.5. O valor de mercado é, em geral, menos fiável do que o custo histórico, ainda que mais relevante R =
- 1.6. O relato financeiro obrigatório deveria seguir um formato padrão para todas as entidades R =
- 1.7. As informações que possam comprometer a estratégia da entidade não devem ser divulgadas no relato financeiro obrigatório R =
- 1.8. Os preparadores da informação financeira devem decidir, com base no julgamento profissional, as características qualitativas que melhor traduzem a imagem verdadeira e apropriada do relato financeiro obrigatório. R =

Continuação da Parte I - O julgamento profissional

- | | |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|
| 1.9. As políticas contabilísticas, uma vez escolhidas, não devem ser alteradas | R = <input type="checkbox"/> |
| 1.10. As exigências de divulgação previstas nas normas de relato financeiro obrigatório deveriam ser incrementadas | R = <input type="checkbox"/> |
| 1.11. Os tratamentos alternativos previstos pelas normas de Contabilidade do IASB deveriam ser eliminados | R = <input type="checkbox"/> |
| 1.12. A profissão de preparador em Portugal deveria estar mais fortemente regulamentada | R = <input type="checkbox"/> |
| 1.13. A estrutura conceptual de relato financeiro do IASB deveria aplicar-se a todas as entidades, independentemente do seu sector de actividade ou dimensão | R = <input type="checkbox"/> |
| 1.14. O justo valor de um activo, quando aplicável, deve estar sempre suportado por documentação com origem externa relativamente à entidade que relata | R = <input type="checkbox"/> |
| 1.15. A abstenção ou omissão do uso de uma qualquer característica qualitativa da informação deve ser sempre divulgada | R = <input type="checkbox"/> |
| 1.16. Os mecanismos de acesso à profissão para os preparadores deveriam estar sujeitos a um maior controlo por parte da ordem profissional | R = <input type="checkbox"/> |

Anexo II: Versão definitiva do Questionário II

 		Nota Importante: Agradecemos que as respostas às questões que se seguem reflectam exclusivamente a opinião do inquirido. O recurso a outros meios, sob o nosso ponto de vista, inviabilizaria os objectivos da pesquisa que ora conduzimos. Contamos que os resultados desta pesquisa traga contributos para a investigação científica no campo da Contabilidade.																		
Questões de enquadramento:																				
Idade: <input type="checkbox"/> Menos de 25 anos <input type="checkbox"/> Entre 26 e 35 anos <input type="checkbox"/> Entre 36 e 45 anos <input type="checkbox"/> Entre 46 e 55 anos <input type="checkbox"/> Mais de 55 anos		Último/actual nível de formação: <input type="checkbox"/> Formação de nível não superior <input type="checkbox"/> Bacharelato/Licenciatura <input type="checkbox"/> Especialização/Pós-graduação <input type="checkbox"/> Mestrado <input type="checkbox"/> Doutoramento ou pós-doutoramento																		
Sexo <input type="checkbox"/> Masculino <input type="checkbox"/> Feminino		Área de formação mais relevante: <input type="checkbox"/> Contabilidade <input type="checkbox"/> Auditoria <input type="checkbox"/> Finanças <input type="checkbox"/> Direito/Fiscalidade <input type="checkbox"/> Economia/Gestão																		
Normas de relato mais utilizadas na profissão: <input type="checkbox"/> Normalização contabilística para as microentidades (NCM) <input type="checkbox"/> Sistema de Normalização Contabilística (SNC) <input type="checkbox"/> Normas internacionais de Contabilidade (IAS/IFRS) <input type="checkbox"/> Outras normas nacionais (incluindo as de âmbito sectorial) <input type="checkbox"/> Outras normas internacionais		Dimensão da(s) entidade(s) para a(s) qual(is) habitualmente exerce actividade: <input type="checkbox"/> PME <input type="checkbox"/> Grandes empresas																		
		Anos de experiência profissional: <input type="checkbox"/> Até 5 anos <input type="checkbox"/> Entre 6 e 10 anos <input type="checkbox"/> Entre 11 e 20 anos <input type="checkbox"/> Entre 21 e 30 anos <input type="checkbox"/> Mais de 30 anos																		
1. Utilizando a escala que se apresenta abaixo indique a sua opinião relativamente a cada uma das afirmações que se seguem:																				
			<table border="1"> <tr> <td style="width: 20px;">1</td> <td style="width: 20px;">2</td> <td style="width: 20px;">3</td> <td style="width: 20px;">4</td> <td style="width: 20px;">5</td> </tr> <tr> <td colspan="2" style="text-align: center;">discordo</td> <td></td> <td></td> <td colspan="2" style="text-align: center;">concordo</td> </tr> <tr> <td colspan="2" style="text-align: center;">totalmente</td> <td></td> <td></td> <td colspan="2" style="text-align: center;">totalmente</td> </tr> </table>	1	2	3	4	5	discordo				concordo		totalmente				totalmente	
1	2	3	4	5																
discordo				concordo																
totalmente				totalmente																
1.1.	A abertura do capital de uma empresa a terceiros, como possível fonte de financiamento, apresenta como desvantagem a obrigatoriedade de divulgação de um conjunto de informação mais alargado		<input type="checkbox"/>																	
1.2.	A entrada de novos sócios apresenta como risco o desvio da estratégia de crescimento da empresa, tendo em conta a falta de conhecimento do projeto originalmente concebido pelos empreendedores iniciais		<input type="checkbox"/>																	
1.3.	Entre duas possíveis políticas contabilísticas, uma entidade deve escolher a política que encontre melhor acolhimento na legislação fiscal		<input type="checkbox"/>																	
1.4.	A informação financeira reportada ao público externo representa, mais do que uma informação útil, o cumprimento de uma obrigação legal		<input type="checkbox"/>																	
1.5.	A participação de sócios na gestão da sociedade é sempre benéfica, na medida em que tais elementos representam os principais interessados no desempenho da entidade		<input type="checkbox"/>																	
1.6.	Entre duas possíveis opções de mensuração, a opção baseada no custo histórico representa uma informação mais fiável do que a informação obtida através de critérios baseados no justo valor ou custo amortizado		<input type="checkbox"/>																	
1.7.	A entrada em novos mercados, particularmente os mercados internacionais, deve ser vista com prudência, sob pena de comprometer a estratégia de continuidade da entidade		<input type="checkbox"/>																	
1.8.	Na escolha entre as fontes de financiamento disponíveis, ainda mais importante do que o custo do financiamento é a análise do envolvimento de entidades externas nas decisões de gestão da sociedade		<input type="checkbox"/>																	
1.9.	A divulgação pública do relato financeiro no website corporativo ou outra fonte pública de informação apresenta mais riscos do que vantagens significativas para a entidade		<input type="checkbox"/>																	
1.10.	O financiamento a partir dos recursos dos atuais sócios/acionistas da entidade apresenta como principal vantagem o facto de evitar a revelação de informação de origem interna a entidades externas		<input type="checkbox"/>																	
2. Ordene de 1 a 5 (sendo "1 - a mais útil" e "5 - a menos útil") o grau de utilidade que atribui às seguintes naturezas de informação financeira extraídas da Contabilidade (ainda que não divulgada para o exterior):																				
Saldos de ativos, passivos e capital próprio	<input type="checkbox"/>	Informação sobre os resultados do período	<input type="checkbox"/>	Informação sobre os fluxos de caixa do período	<input type="checkbox"/>	Movimentos no capital próprio durante o período	<input type="checkbox"/>	Outras informações (ex: divulgações do Anexo)	<input type="checkbox"/>											
3. Indique o grau de importância que atribui, para efeitos de tomada de decisão, à informação prestada pela Contabilidade:																				
Nenhuma	<input type="checkbox"/>	Reduzida	<input type="checkbox"/>	Média	<input type="checkbox"/>	Elevada	<input type="checkbox"/>	Muito elevada	<input type="checkbox"/>											
4. Ordene de 1 a 6 (sendo "1 - o mais importante" e "6 - o menos importante") consoante a importância atribuída às seguintes características qualitativas da informação financeira:																				
Fiabilidade	<input type="checkbox"/>	Comparabilidade	<input type="checkbox"/>	Verificabilidade	<input type="checkbox"/>	Tempestividade	<input type="checkbox"/>	Compreensibilidade	<input type="checkbox"/>	Relevância	<input type="checkbox"/>									
Obrigado pelo contributo prestado a esta investigação!																				

Anexo III: Pedido de colaboração ao IAPMEI – Questionário III

Exmos (as). Senhores (as),

Permitam-me que me apresente desde já: sou docente universitário do Instituto Politécnico de Lisboa, em fase de investigação de um programa de doutoramento realizado em Espanha (Universidade de Extremadura), sob a orientação do Professor Doutor Joaquín Texeira Quirós, e ministrado pela Universidade de Extremadura (Espanha) – Faculdade de Ciências Económicas e Empresariais, Departamento de Economia Financeira e Contabilidade.

O tema da tese relaciona-se com a diversificação das fontes de financiamento das PME e os fatores culturais que estão por trás da resistência a fontes alternativas de financiamento (onde se inclui o recurso ao capital de risco).

Nesse sentido, e tendo a necessidade de enviar um questionário aos gestores/proprietários de PME previamente selecionadas como integrantes da amostra do estudo, recorria à vossa colaboração no sentido de obter o contacto de e-mail das referidas entidades.

Comprometo-me, inclusive, como forma de agradecimento, a participar ao IAPMEI os resultados obtidos a partir da investigação que ora conduzo.

Agradecendo a vossa disponibilidade, e na certeza de vir a ser atendido, subscrevo-me.

Com elevados cumprimentos,

Fábio Henrique Ferreira de Albuquerque

Docente do ISCAL - Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa

Anexo IV: Pedido de colaboração aos participantes (via IAPMEI) – Questionário III

Caro(a) Empresário(a)

Na expectativa da vossa melhor colaboração e interesse, divulgamos convite à participação em trabalho de investigação na área do financiamento empresarial, a realizar no âmbito de doutoramento em Economia Financeira e Contabilidade na Universidade de Extremadura (Espanha).

A participação é feita através de resposta direta a questionário para recolha de informação disponível em <http://thesis.limequery.com/45991/lang-pt>, com acesso posterior às conclusões do estudo.

Para qualquer esclarecimento, podem contactar, Fábio de Albuquerque, fabiohfalb@hotmail.com

Gratos pela atenção.

IAPMEI – Comunicação e Imagem

“Exmo.(a) Senhor(a),

Estamos a trabalhar numa investigação, que servirá para elaborar uma Tese Doutoral sobre a Cultura e o Financiamento Empresarial, realizado no âmbito do Programa de Doutoramento em Economia Financeira e Contabilidade, sob a orientação do Professor Doutor Joaquín Texeira Quirós, e ministrado pela Universidade de Extremadura (Espanha) – Faculdade de Ciências Económicas e Empresariais, Departamento de Economia Financeira e Contabilidade.

Para o efeito, elaboramos o presente questionário, que pode ser respondido através da seguinte ligação, e cuja duração prevista não ultrapassa cinco minutos:

<http://thesis.limequery.com/45991/lang-pt>

O principal objetivo deste estudo é identificar se a cultura influencia as decisões de financiamento empresarial. A sua participação é de fundamental interesse para os objetivos definidos para essa investigação. Como forma de agradecimento pela colaboração, comprometemo-nos a enviar, se assim o desejar, por esta mesma via, os principais resultados obtidos com base neste estudo.

Muito obrigado pela sua participação!

Fábio de Albuquerque

Docente no Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa

Instituto Politécnico de Lisboa

Doutorando em Economia Financeira e Contabilidade

Faculdade de Ciências Económicas e Empresariais

Universidade de Extremadura (Espanha)”

