

Instituto Politécnico de Setúbal



Escola Superior de Ciências Empresariais

IMPACTO DA CRISE NA PERFORMANCE ECONÓMICO-FINANCEIRA DAS EMPRESAS.

Sandra Isabel Simão da Costa

Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau
de **MESTRE EM CONTABILIDADE E FINANÇAS**

Orientador: Professor Doutor Rui Manuel Sobral Rita

Setúbal, 2014

(Esta página foi deixada propositadamente em branco)

Dedicatória

A minha mãe Suzana José Simão;

E as minhas irmãs.

Agradecimentos

A realização da presente dissertação teve como objetivo a concretização de um sonho pessoal. Seria impossível alcançar esse sonho sem a bênção de Deus, o apoio incondicional da minha família e da ajuda incansável do meu orientador.

Um especial agradecimento ao IPS (Instituto Politécnico de Setúbal), concretamente à Escola Superior de Ciências Empresariais pela oportunidade concedida de concluir o mestrado nesta instituição.

Agradeço ao meu orientador, professor Doutor Rui Rita pelo acompanhamento pontual e competente orientando sempre para um porto seguro.

Aos meus colegas e amigos e a todos que direta ou indiretamente contribuíram para a concretização deste trabalho, sem me esquecer ao Jackson Sebastião

ÍNDICE GERAL

ÍNDICE DE TABELAS	v
ÍNDICE DE QUADROS.....	vi
ÍNDICE DE FIGURAS	vii
ÍNDICE DE GRAFICOS	viii
LISTAS DE ABREVIATURAS E SIGLAS	ix
RESUMO	x
ABSTRACT	xi
1-INTRODUÇÃO.....	1
2-REVISÃO DA LITERATURA.....	4
2.1 - A Crise Internacional de 2008	4
2.2 - A Crise Económica e Financeira em Portugal.	8
2.2.1 - Impacto da crise em Portugal.....	9
2.2.2 - As Medidas Anticrise	10
2.3 – A Crise e a Avaliação da Performance Económica e Financeira das Empresas	14
2.4 – A Crise e os Determinantes da Decisão de Financiamento das Empresas.....	15
2.4.1 – As Teorias das Estruturas de Capitais.....	16
2.4.2 - Estudos Empíricos sobre a Relação da Crise com a Performance Económica e a Decisão de Financiamento.....	21
3. METODOLOGIA, AMOSTRA e HIPÓTESES.	24
3.1-Método de Investigação	24
3.2. Amostra	26
3.3 - Seleção das Variáveis Dependentes e Independentes do Estudo e Hipóteses	28
3.3.1 - Rendibilidade do Ativo.....	29
3.3.2 – Endividamento.....	30
3.4 – Variáveis Independentes e Hipóteses	31
3.4.1 – Hipóteses e Variáveis Associadas aos modelos da Rendibilidade do Ativo	31
3.4.3 – Hipóteses Centrais do Estudo associadas aos Fatores Crise, Classe Dimensional e Setor de Atividade.....	36
3.5 – Metodologia e os Modelos Econométricos	39

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	42
4.1. Análise Descritiva	42
4.2. Análise dos modelos.....	49
5. CONCLUSÃO, LIMITAÇÕES E LINHAS PARA FUTURAS INVESTIGAÇÕES	55
6. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA	57

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1- A Distribuição das Empresas pelas Classes Dimensionais	28
Tabela 2-Análise descritiva por indicador.....	42
Tabela 3-Análise descritiva por classe dimensional	44
Tabela 4-Análise descritiva por setor de atividade	46
Tabela 5-Modelo de Regressão para Rendibilidade do Ativo.	49
Tabela 6-Modelos de Regressão para o Endividamento Total	53

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1- Variáveis utilizadas no estudo.....	38
---	----

INDICE DE FIGURAS

Figura 1: O Ciclo Vicioso da Crise Financeira	8
---	---

ÍNDICE DE GRAFICOS

Gráfico 1- Financiamento do Setor Privado	21
---	----

LISTAS DE ABREVIATURAS E SIGLAS

EUA	Estados Unidos da América
FED	Banco Central Americano
CE	Comissão Europeia
PIB	Produto Interno Bruto
EU	União Europeia
BPN	Banco Português de Negócio
BPP	Banco Português Privado
PEC	Plano de Estabilidade e Crescimento
SABI	Sistema de Análise de Balanços Ibéricos
AICEP	Agência para Investimento e Comércio Externo de Portugal
MM	Modigliani e Miller
ROA	Rendibilidade do Ativo
End	Endividamento
Artº	Artigo
ACT	Teoria dos Custos de Agência.
CAE	Código de Atividade Económica
PME's	Pequenas e Médias Empresas.

RESUMO

A situação económico-financeira internacional ficou marcada, no período de 2008, pela crise nos mercados. Esta crise trouxe para a economia um conjunto de efeitos nefastos em cascata. Por exemplo, assistiu-se a uma arruinação das aplicações financeiras, descida vertiginosa dos níveis de preços nos mercados, ao encerramento de muitas empresas que, por sua vez, levou ao aumento do desemprego e a uma queda na arrecadação de impostos.

A presente dissertação tem como objetivo analisar o impacto da crise no desempenho económico e financeiro das empresas portuguesas, em particular, ao nível da rentabilidade e da decisão de financiamento. A análise recaiu sobre o período de 2006 a 2012.

O estudo fundamenta-se num trabalho de carácter qualitativo e quantitativo com a utilização da técnica de regressão com dados em painel. A amostra é composta por 10.047 empresas seleccionadas a partir da base de dados da SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), agrupadas em empresas de pequenas, médias e de grande dimensão e enquadrando-as nos seus respetivos sectores de atividades. O tratamento estatístico da informação foi efetuado pelo software informático STATA – Statistic/Data analysis 12.00.

Os resultados evidenciam que a crise financeira de 2008 apresenta um impacto negativo e estatisticamente relevante sobre o desempenho económico e financeiro das empresas portuguesas, observada pela forte redução do nível de rentabilidade do ativo. O mesmo impacto comprova-se do nível da decisão de financiamento das empresas onde os resultados revelam que a obtenção de crédito diminuiu consideravelmente com o início da crise financeira instalada.

Palavras-chaves: Crise financeira, Performance económica e financeira, Decisão de financiamento, Empresas.

ABSTRACT

The international economic and financial situation is marked in the period of 2008 by the crisis in the markets. This crisis brought the economy a set of adverse cascade effects. For example, there has been one downfall of financial investments value, extremely low prices levels in the markets, the closure of many companies that, in turn, led to increased unemployment and a drop in tax collection.

The present dissertation has the objective to make an assessment on the impact of crisis on the economic and finance performance in Portuguese companies, in particular, at level of profitability and financing decision. The analysis covers a period from 2006 to 2012.

The study is based in a qualitative and quantitative work used panel data regression technique. The sample comprises a number of 10047 companies selected from the data base SABI (Iberian Balance Sheet Analysis System). These selected companies are grouped by size class: small, medium and big, as well as according to their sector of activity. The STATA - statistic/Data analysis 12.00 software was used to treat all the information.

According to the results of the study, the 2008 financial crisis had a negative impact on economic and financial performance of the Portuguese companies characterized by a strong reduction on level of profitability asset. The same impact can be proven at a level companies financing decision whereby the results reveal that the getting credit has decreased considerably with the crisis.

Key words: Financial crisis, Economic and Financial Performance, Financing decision, companies.

1-INTRODUÇÃO

A atual crise económica internacional que teve origem nos mercados imobiliários dos Estados Unidos da América, em finais de 2007 e princípio de 2008 propagou-se rapidamente pelo sistema financeiro provocando uma das mais graves crises financeira. Para Pereira (2010), a mesma foi causada pela falha na regulação dos mercados financeiros e pela especulação exagerada que essa falha de regulação permitiu. O que fez emergir no mercado uma crise de confiança dos investidores. Os depósitos e títulos bancários ficaram mais difíceis, os bancos deixaram de se conseguir financiar e tiveram de reduzir a concessão de crédito.

Esta crise de confiança não só desanimou os principais grupos financeiros deste mesmo país, como também teve repercussões graves em grande parte dos países, principalmente, na Europa. Portugal esteve exposta a esta realidade que afetou os países da zona euro, onde assistiu-se a um agravar da situação do estado social e das condições de vida dos portugueses e a um agravar da situação económica e financeira das empresas, em diversos setores de atividade que compõem a economia portuguesa.

Segundo Matijascic *et al* (2009) no período de crise quase 20% das empresas não sobreviveram. Uma porque entraram em falência e outras porque são adquiridas e 80% das mesmas já não conseguiram recuperar ao nível do desempenho anterior. Neste período, dadas as dificuldades que as instituições financeiras estavam expostas, as empresas sobreviventes encontraram fortes limitações e restrições no acesso ao crédito e um agravamento das condições de financiamento (Vieira 2013).

Na literatura financeira, a decisão de financiamento, em particular, da estrutura de capitais das empresas tem merecido uma longa atenção ao nível dos trabalhos de investigação na componente das finanças empresariais. Esta investigação tem origem nas proposições de irrelevância de Modigliani e Miller (1958), indicando uma independência do valor da empresa relativamente à decisão de financiamento, em particular, da sua estrutura de capitais (Bhaird e Lucey, 2010).

A crise apesar de trazer momentos de dificuldades para as empresas, pode também representar momentos de oportunidades para o crescimento das mesmas. Segundo Spielmann e Ross (2009), as oportunidades trazidas fazem com que só as empresas mais preparadas consigam fazer bons progressos, abrindo ainda mais a sua vantagem sobre os seus concorrentes. O importante é que elas estejam preparadas para

estes períodos de possíveis “ataques” e atentas para as oportunidades no início da recuperação.

O objetivo deste trabalho de investigação passa por analisar o impacto da crise no desempenho económico e financeiro das empresas portuguesas, em particular, ao nível da rentabilidade e da decisão de financiamento. A análise recaiu sobre o período de 2006 a 2012.

O trabalho utiliza um método qualitativo e quantitativo, uma vez que estes preocupam-se com aspetos da realidade em que uma componente pode ser quantificada e outra não quantificada. O estudo caracteriza-se como descritivo e exploratório, utilizando como técnicas a análise bibliográfica, técnica de análise estatística descritiva e análise de regressão com dados em painéis.

O estudo teve uma amostra 10.047 empresas selecionadas a partir do conjunto de empresas portuguesas presentes na base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), agrupadas em três conjuntos distintos, empresas de pequena, média e de grande dimensão.

Para alcançar o objetivo da pesquisa, aplicou-se a técnica de regressão com dados em painel que é caracterizado por agrupar um conjunto de dados ou informações sobre indivíduos, famílias ou empresas que são observados e acompanhadas ao longo do tempo. O tratamento estatístico da informação foi efetuado pelo software informático STATA – Statistic/Data analysis 12.00.

A justificação da escolha deste estudo emergiu do destaque dado à atual crise económica e financeira iniciada em 2008 e que teve grande repercussão para Portugal, pois afetou fortemente as empresas e a economia, em geral. A reduzida literatura financeira existente nesta área também constitui um fator motivador para a realização deste trabalho. Da literatura consultada, grande parte foca-se nos países anglo-saxónicos. Neste sentido, o presente estudo reverte-se de uma pertinência por realizar contribuições para o meio académico e empresarial ao analisar o desempenho económico e financeiro das empresas portuguesas nas suas variadas dimensões, bem como, dos respectivos setores de actividade onde as mesmas estão inseridas, no contexto da atual crise.

Com esta pesquisa espera-se obter resultados, tal como de Hall (2013) que analisou o impacto verificado nos indicadores económicos e financeiros das empresas do agronegócio do Brasil em função da crise económica mundial de 2008. Os autores concluíram que houve uma forte queda na rentabilidade dos ativos. E de Vieira (2013),

que estudou as consequências da atual crise financeira na política de financiamento das empresas portuguesas e obteve evidências de que a crise de 2008 teve impacto negativo e significativo na estrutura de capitais das empresas, observando uma redução dos níveis de endividamento obtido.

A presente dissertação está estruturada em 5 capítulos. Esta introdução sobre o enquadramento do tema. No segundo capítulo apresenta-se a revisão da literatura onde se identifica os contributos da literatura financeira para a temática deste trabalho de investigação. O terceiro capítulo apresenta a metodologia, a amostra usada neste trabalho de investigação, o processo de recolha e tratamento dos dados, as hipóteses do estudo e as respetivas variáveis associadas, bem como os modelos estimados. O quarto capítulo expõe a análise dos resultados alcançados pela pesquisa. No quinto capítulo são apresentados as conclusões do estudo, limitações e algumas sugestões para futuras investigações. Por fim apresenta-se a bibliografia de suporte a este trabalho.

2-REVISÃO DA LITERATURA

Neste trabalho procura-se avaliar os determinantes da performance económica e financeira e do endividamento de uma amostra de empresas portuguesas durante o período de 2006 a 2012. Neste sentido procura-se clarificar a forma como os determinantes propostos pela literatura financeira influenciam estes dois aspetos para o caso português, introduzindo neste estudo a problemática da crise económica e financeira que tem afetado a economia mundial nos últimos anos. Particularmente, pretende-se estudar se a crise que se iniciou em 2008 constitui também um fator relevante da performance e da decisão sobre a estrutura de capitais das empresas portuguesas. Desta forma, neste capítulo pretende-se apresentar algumas referências da literatura financeira à problemática da crise económica e financeira mundial de 2008. Em particular, causas, efeitos e impactos desta crise sobre as empresas. Também neste capítulo se pretende apresentar os contributos da literatura financeira sobre os determinantes da performance económica e financeira das empresas, bem como, da sua decisão de financiamento, em particular, da estrutura de capitais. Em sequência da análise dos contributos teóricos da literatura financeira para a temática em estudo, neste capítulo e no capítulo 3, apresentam-se também os contributos empíricos dessa literatura. É em resultado da avaliação conjunta dos contributos teóricos e empíricos que no capítulo 3 se irá apresentar as secções associadas com as hipóteses a testar na componente empírica deste trabalho de investigação.

2.1 - A Crise Internacional de 2008

Segundo Carvalho (2011:243) “*a vida enquanto processo é um suceder de crise, pois neste processo estamos sempre diante de novos desafios, de novas situações de novos problemas*”, passando por altos e baixos, conquistas e derrotas mas devemos ter capacidade de saber viver com tais momentos.

Durante a história do capitalismo podemos indicar, como grandes marcos históricos, duas grandes crises económicas e financeiras. A primeira destas ocorreu em 1929 quando se assistiu a uma queda significativa da Bolsa de Valores de Nova York. Esta também ficou mundialmente conhecida como a Grande Depressão. Segundo Neto (2012:153), esta crise significou “*...o colapso económico que abalou a economia norte-americana e grande parte do mundo ocidental no final da década de 1920 e ao longo da década de 1930. Esta foi causada por práticas especulativas, elevação dos preços de*

ações e de imóveis, o que atraiu compradores e aumentou ainda mais os preços e as expectativas otimistas, até culminar na crise de 1929.” Até à ocorrência desta crise, os Estados Unidos da América passava por um grande crescimento da sua economia, estava numa fase de superprodução, só que não havia mais mercados consumidores para os seus produtos e a Europa, que era a seu principal cliente, estava restabelecendo sua economia. Em 1929, a situação agravou-se com a queda da bolsa, afetando a economia dos Estados Unidos, vários bancos colapsaram, o desemprego aumentou e o comércio entre a Europa e América ficou significativamente afetado¹.

A segunda grande crise corresponde à atual. De acordo com Mazzucchelli (2008), é inevitável, no contexto da elevada incerteza que a atual crise fez surgir nas diversas economias, a emergência de comparações entre o momento atual e a experiência dramática da Grande Depressão, que subverteu o mundo, sobretudo, entre 1929 e 1933. Segundo Matijascic *et al* (2009), Pereira (2010), Oreiro (2011), entre outros, a atual crise económica internacional manifestou-se inicialmente na esfera financeira, em finais de 2007 e princípio de 2008. No final deste último ano, os seus efeitos tornaram-se mais agressivos e recessivos. Pereira (2010) alega que esta segunda crise é considerada como a maior da história do capitalismo e que foi causada pela falha na regulamentação dos mercados financeiros e pela especulação exagerada que essa falha permitiu.

De acordo com Oreiro (2011), a mesma começou nos EUA após o colapso da bolha especulativa no mercado imobiliário, alimentada pela enorme expansão de empréstimos de alto risco e potencializada pelo uso de novos instrumentos financeiros. A crise financeira disseminou-se, a nível global, em poucos meses. O mesmo autor revela que o “ponto de ignição” desta crise foi a falência do banco de investimento Lehman Brothers no dia 15 de Setembro de 2008, após o *Federal Reserve* (FED - Banco Central Americano) rejeitar o auxílio financeiro à instituição. Esta atitude do FED teve um impacto enorme sobre o estado de confiança dos mercados financeiros, rompendo o acordo dominante de que a autoridade monetária norte-americana iria socorrer todas as instituições financeiras afetadas pela explosão da bolha especulativa no mercado imobiliário.

1 <http://historiabruno.blogspot.pt/2011/12/1929-2008-as-duas-criises-e-suas.html>

Por outro lado, Moller e Vital (2013) sustentam que a política monetária adotada pelo FED não foi das mais acertadas ao manter as taxas de juros muito baixas e por um longo período de tempo, o que terá levado ao grande aumento da oferta de crédito. Os autores acrescentam ainda, que o presidente do Banco Central Americano decidiu orientar os investimentos para o setor imobiliário em empresas do mercado imobiliário. Na literatura financeira também é referenciado o fato do governo americano ter adotado uma política de concessão de crédito às pessoas ou entidades que vieram a demonstrar incapacidade financeira para fazer face a estas obrigações, em particular, deixaram de conseguir pagar as prestações associadas a esse financiamento, principalmente, para a aquisição de casas com o aumento do desemprego. Desta forma, as hipotecas aumentaram e a situação financeira dos bancos foi severamente afetada, levando a uma debilitação da sua situação financeira. Estes acontecimentos tiveram um efeito de propagação, afetando o mercado financeiro, originando falências de empresas e instituições financeiras que teve novo impacto nos mercados financeiros, principalmente, os mercados mais debilitados ou menos robustos em termos financeiros.

De acordo com Matijascic *et al* (2009:30), “...a expansão da crise pode ser explicada por fatores macro e micro económico, entre os fatores macroeconómicos, merece destaque o período prolongado de baixas taxas de juros, que permitiu a expansão do crédito e estimulou a procura interna, além de favorecer um ciclo de alta nos preços dos imóveis, quanto aos fatores microeconómicos, a ausência de regulamentação dos mercados financeiros, aliada à farta liquidez, favoreceu a criação de produtos sofisticados, cujos riscos resultaram em preços inadequados de ativos”.

Pereira (2009) ao analisar os impactos da crise financeira de 2007 / 2008 concluiu que a mesma é resultante de vários fatores combinados e enuncia um conjunto deles:

1. O primeiro é a ocorrência de uma crise bancária no centro geográfico do capitalismo. A falta de confiança não ocorreu apenas nos bancos e no mercado, mas em toda economia norte-americana, gravemente enfraquecida por um conjunto de políticas consideradas ou classificadas como irresponsáveis.

2. O segundo é a menção a uma política de concessão de empréstimos hipotecários de forma irresponsável, para entidades que não tinham capacidade de pagar, ou, que não a teriam a partir do momento em que a taxa de juros começasse a subir.

3. O terceiro refere-se a desregulamentação do sistema financeiro a partir do momento que os EUA adotaram o padrão do capitalismo neoliberal do mercado. Os defensores destes mercados consideram que são sempre eficientes, ou pelo menos, mais eficientes do que qualquer intervenção corretiva do Estado, portanto, podem perfeitamente ser auto regulados.

O autor acrescenta que outro grande erro cometido pelo Tesouro Norte-Americano foi o de não ter salvo o Banco de Investimento Lehman Brother, sendo que, bancos de grandes dimensões não podem ir a falência, o risco de crise sistémico é muito grande e foi a partir desta decisão que o quadro financeiro mundial entrou em deterioração.

Krugman (2009) considera que as raízes da atual crise encontram-se na regulamentação inadequada desenvolvida para os bancos a partir da crise de 1929, no comportamento dos investidores norte-americanos, nas medidas económicas adotadas pelo governo ou no padrão de capitalismo adotado pelos EUA e pela Europa, o chamado de Neoliberalismo, a partir da década de 90.

Como consequência destes acontecimentos, de acordo com Silva (2011), houve uma diminuição do nível de confiança dos investidores, os depósitos e títulos bancários ficaram mais difíceis, os bancos deixaram de se conseguir financiar e tiveram que vender os seus ativos a preços muito baixos como se fossem “preços de saldos” e a reduzir a concessão de crédito, por sua vez, os preços de ativos semelhantes desceram, o que reduziu ainda mais o capital disponível e a concessão de crédito. O autor acrescenta que como o financiamento bancário, de uma forma geral, se tornou mais difícil de obter, os agregados familiares foram os mais lesados pois sofreram fortes cortes no valor dos seus rendimentos, houve uma diminuição no seu património e consideráveis quedas dos valores dos ativos (ações e imobiliário, em particular). Desta forma, estes acontecimentos fizeram emergir no mercado uma crise de confiança, um incremento da poupança, uma diminuição do consumo privado, nomeadamente, a procura de bens duradouros (por exemplo, automóveis) e o investimento imobiliário (particularmente, o destinado à habitação) registou uma forte queda.

Segundo Claessens *et al* (2008) e a Comissão Europeia (CE) (2009a) citados por Silva (2011:21) “*com o mercado de crédito em contração, empresas em todo o mundo foram levadas a falhar o pagamento dos seus compromissos financeiros e a declarar falência*”. Para a mesma fonte, de uma forma geral, “*com as empresas a reduzirem ou mesmo a cessarem as atividades, o desemprego aumentou, ou seja, menos rendimento*

disponível e maior a diminuição do consumo privado”. Assim, o efeito “bola de neve” instalou-se e a recessão económica aumentou, de tal forma, que o “*produto interno bruto (PIB) real mundial caiu 0,6% em 2009, com o PIB real da zona euro a cair 4,1%, outro fator importante para a gravidade da crise internacional foi a razão entre o nível de crescimento económico na fase de expansão do ciclo, que foi acentuado, e o nível de contração económica durante a fase de recessão*”.

A figura 1 mostra o ciclo vicioso com que as economias se deparam resultantes da crise financeira internacional: a perda de confiança, os problemas das empresas e a desvalorização cambial.

Figura 1: O Ciclo Vicioso da Crise Financeira.



Fonte: Adaptação de Krugman (2009:92)

2.2 - A Crise Económica e Financeira em Portugal.

A integração dos mercados é cada vez mais uma realidade mais presente em todas as economias mundiais (Miura *et al*, 2011).

A grande crise financeira que partiu do mercado imobiliário dos EUA desanimou os principais grupos financeiros deste mesmo país e teve repercussões graves em grande parte dos países, principalmente, na Europa.

A realização de uma abordagem da crise no caso português implica a necessidade de referenciar a crise na zona Euro onde Portugal se encontra integrado. Entre os diversos agentes económicos, não existe unanimidade quanto a data em que a grande recessão teve início no espaço europeu, mas o Conselho Europeu (2008) regista

o início oficial em Março de 2008 ao empregar, nesta data, pela primeira vez, a palavra crise no desenvolvimento dos seus relatórios.

Os documentos da União Europeia (UE) fazem menção às três fases da crise:

1. A primeira fase (Março de 2008 a Dezembro de 2008) – foi considerada como a “fase financeira” onde a grande preocupação foi a estabilidade do sistema financeiro;

2. A segunda fase (Dezembro de 2008 a Fevereiro de 2010) – é tida como “fase económica”. Esta foi caracterizada pela tentativa de mitigar o problema da recessão económica com recurso a políticas orçamentais expansionistas;

3. A terceira fase (Fevereiro de 2010 ao presente) – é a “fase orçamental”, correspondendo à deslocação do foco das preocupações, da recuperação económica para a estabilidade do Euro e da zona Euro e para a recuperação da confiança dos mercados, pela via da consolidação orçamental, coordenada em toda a União, ainda conhecida como austeridade.

Portugal também esteve exposta esta realidade que afetou todos os países da zona euro.

2.2.1 - Impacto da crise em Portugal

Segundo Caldas (2013:7) a crise financeira começou por se fazer sentir “*em Portugal no início de 2008 com um forte aperto do crédito, com a redução da capacidade de acesso dos bancos aos mercados de capitais e com a quebra do banco português de negócios (BPN), seguida de nacionalização em Novembro de 2008, e do banco privado português (BPP), seguido de falência em 2010*”.

Matias (2012) refere que, entre as várias causas que assolaram a crise em Portugal, a principal foi a crise financeira internacional que se iniciou em finais de 2007 nos EUA e que se repercutiu aos seus principais parceiros comerciais, designadamente, a Europa. Bernanke (2008:3) conclui que os fatores importantes que contribuíram para a crise financeira foram: “*a inadequada gestão de risco, as fraquezas em geral das instituições financeiras mundiais que criaram e mantiveram produtos de crédito complexos, que resultaram na má gestão do risco de algumas instituições financeiras e na ausência de divulgação do risco*”.

Assim, segundo notícia veiculada no jornal Portugal Economia², com a escassez de crédito e a crise da dívida soberana, Portugal foi obrigado a recorrer a um resgate financeiro junto da União Europeia, Fundo Monetário Internacional e Banco Central Europeu na ordem de 78 milhões de euros. No âmbito do processo deste apoio financeiro, o Governo Português teve que se comprometer em cumprir um plano de austeridade que visava reduzir o seu défice orçamental. As medidas adotadas levaram a uma redução de salários e aumento de impostos, além de outras reformas estruturais que levaram ao aumento do custo de vida e ao aumento do desemprego da população.

Desde então, têm-se assistido a um agravar da situação económica e financeira das empresas, em diversos setores de atividade que compõem a economia portuguesa. Também se agravou a situação do estado social e as condições de vida dos portugueses.

Cunha (2012:9) afirma que *“um quinto dos lares portugueses foram afetados pelo desemprego”*. O autor acrescenta que derivado deste problema, as famílias foram os agentes económicos mais afetados pela crise, considerando mesmo terem sido as principais, tiveram que tomar medidas drásticas no que diz respeito as suas atividades e gestão do orçamento familiar, reduzindo *“a atividade de lazer (cerca de 32%), seguindo-se uma redução na despesa com os bens de consumo essenciais (despesas com alimentação, água, eletricidade e gás): são referidos cortes nas despesas com esta rubrica em 30% dos lares, a redução nas despesas de saúde e educação aparecem logo atrás com 22% e 5% respetivamente”*, percebendo-se a dificuldade que emergiu nas famílias para fazer face a estas duas últimas necessidades.

2.2.2 - As Medidas Anticrise

Em função dos efeitos nefastos que a crise económica e financeira implicou para a economia portuguesa, houve necessidade dos órgãos competentes de procurar mitigar estes efeitos através da implementação de um conjunto de medidas e políticas que tinham como objetivo contrapor esses efeitos nefastos e promover uma recuperação económica.

Caldas (2013:1) defende que *“no caso português os sucessivos pacotes de medidas anticrise, anunciados e parcialmente implementados pelos governos nas*

² Portugal Economia- A crise financeira de Portugal, Atualizado em: 20/09/2013

diversas fases da crise, são traduções quase literais das políticas europeias”. Para o mesmo autor, Portugal está diretamente conectado a três fases da crise europeia, principalmente, no que alberga os distintos pacotes anticrise anunciados e implementados desde o início da crise até aos dias de hoje.

I) Na primeira fase aprovou-se o Plano de Estabilidade e Crescimento (PEC I) 2008-2011, que reforçou os deveres de informação e transparência das instituições financeiras e da garantia dos depósitos, a concessão de garantias pessoais pelo Estado aos bancos e o reforço da sua solidez financeira (PEC 2008-2011, revisão de Janeiro de 2009):

- Reforço dos deveres de informação e transparência: Prestação de informação às autoridades de supervisão; Reforço da informação disponível sobre produtos financeiros complexos; Obrigação de comunicação às autoridades de supervisão das participações detidas; Alargamento da responsabilidade das pessoas coletivas; Sistematização de normas e reforço das competências do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros. (Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro)

Reforço da Garantia dos Depósitos: Alteração do limite de cobertura de 25 mil euros para 100 mil euros. (Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro).

Concessão de garantia pessoal do Estado a todas as instituições de crédito com sede em Portugal que cumpram os critérios de solvabilidade previstos na lei. (Lei n.º 60-A/2008, de 20 de Outubro, e Portaria n.º 1219-A/2008).

Reforço da Solidez Financeira das Instituições de Crédito: Quadro legal específico para a intervenção pública direta nos processos de recuperação e saneamento de instituições de crédito com níveis de fundos próprios inferiores aos mínimos legais. (Lei n.º 63-A/2008, de 24 de Novembro).

Outras Intervenções Pontuais para Assegurar a Estabilidade Financeira: Nacionalização do Banco português de Negócios, S.A. (BPN); Concessão de garantia pessoal do Estado ao Banco Privado português, (Lei n.º 112/97, de 16 de Setembro (BPP), Lei n.º 62- A/2008 (BPN).

II) A segunda fase (fase económica), que teve início em 2009, as instituições europeias a apelaram e o governo português a responder com Investimento e Emprego.

Modernização das escolas: Antecipação da reconstrução e modernização de mais 100 escolas públicas ao longo do horizonte 2009-2011.

Promoção das energias renováveis, da eficiência energética e das redes de transporte de energia: Apoio à instalação de painéis solares e unidades de micro geração; Investimento na infra- estrutura de transporte de energia; Melhoria da eficiência energética dos edifícios públicos; Investimentos em redes inteligentes de energia.

Modernização da infraestrutura tecnológica: Redes de banda larga de nova geração: Apoio à realização de investimentos em redes de Banda Larga de Nova Geração.

Apoio especial à atividade económica, exportações e pequenas e médias empresas: Concessão de empréstimos bancários a empresas estabelecidas em Portugal com garantia, bonificação parcial da taxa de juro; Cofinanciamento de operações de fusão e aquisição; Ações de promoção externa do País; Apoio a projetos de investimento privado na agricultura e agro-indústria; Linha de crédito de apoio à exportação e competitividade da agricultura e agro-indústria; Regime fiscal de apoio ao investimento;; Redução do Pagamento Especial por Conta.

Apoio ao emprego e reforço da proteção social: Redução em três pontos percentuais das contribuições para a Segurança Social a cargo do empregador, em micro e pequenas empresas, para trabalhadores com mais de 45 anos; Apoio a empresas e trabalhadores em situação de redução temporária de atividade; Criação de estágios profissionais para jovens; Apoio às empresas na contratação sem termo de jovens e desempregados de longa duração ou com mais de 55 anos; programa de estágios qualificação-emprego, destinado a desempregados; Apoio à criação de novas empresas por parte de desempregados, através de linha de crédito específica e bonificada; Apoio à integração de 30 mil desempregados em instituições não lucrativas; Alargamento da oferta de cursos de dupla certificação; Aumento temporário do apoio social aos desempregados de longa duração (Lei n.º 10/2009 de 10 de Março).

III) No tocante a terceira fase, fase orçamental, as medidas implementadas pelo governo português foi a apresentação do plano de austeridade. Sendo que, um plano de austeridade é uma política que significa que haverá maior controlo de gastos, simultaneamente cortes e moderação as despesas e aos gastos. Normalmente adota-se este plano quando se pretende sair de uma situação de crise ou se objetiva alcançar *superavit* (Despesas inferiores às receitas).

Foi este programa ou plano que deu início à fase orçamental e o mesmo é dividido em três diferentes programas designados por : PEC I (medidas de aumento da receita), PEC II (Medidas adicionais de consolidação orçamental (PEC II, Lei nº 12-A/2010 de 30 de Junho)) e PEC III (Medidas de aumento da receita (PEC III, Orçamento 2011).

De acordo com a opinião de Caldas (2013) Portugal está mergulhado num profundo plano de austeridade, em que se tem observado inúmeros cortes na maioria das áreas, e se pretende fazer igual ou melhor com a mesma ou menor quantia monetária.

Segundo a AICEP (2014), com o anúncio e implementação destas medidas, apontou-se para uma queda moderada da atividade económica em 2013 comparativamente a 2012 e um ligeiro aumento em 2014. O Produto Interno Bruto (PIB) registou uma redução de 1,8% em 2013, face à queda de 3,2% ocorrida em 2012. O desempenho favorável das exportações e a menor da contração da procura interna foram fatores determinantes. De acordo com a mesma entidade (2013:5) “...o *Produto Interno Bruto aumentou ligeiramente (+0,2%) entre junho e setembro de 2013, comparativamente com o trimestre anterior. Decorridos dois anos do Programa de Assistência Económica e Financeira, a economia portuguesa registou progressos assinaláveis, no que diz respeito ao reequilíbrio externo e à redução do défice orçamental primário estrutural, embora num quadro de forte quebra da atividade económica e de aumento do desemprego*”.

Deste modo, torna-se interessante expor uma reflexão sobre o termo crise: etimologicamente a palavra “*crise surge do Grego Krisis, que significa decisão, julgamento, momento decisivo*” (Carvalho, 2011:243). Ela pode ser utilizada em diversos contextos. Neste trabalho, este termo será utilizado no âmbito contabilístico e financeiro, entendendo-se a (i) “...*crise económica como uma situação de queda do crescimento do produto, escassez de liquidez, inflação ou deflação anormal e outras questões associadas; (ii) crise financeira como uma situação financeira em que ativos se desvalorizam subitamente, em que existe restrição de crédito e outras questões associadas; (iii) a conjugação das duas surge a crise económico-financeira*” (Silva, 2011:39).

Para Cardote (2009), a crise é vista como uma catástrofe séria que pode ocorrer, naturalmente, ou como resultado de um erro humano, intervenção ou até mesmo de uma intenção criminosa. Pode incluir destruição tangível, como a perda de vidas ou ativos,

ou destruição intangível, como a perda de credibilidade da organização ou outros danos de reputação.

Segundo Carvalho (2011) no campo social crise encara-se como uma inadequação entre uma dada situação atual e a exigência de um novo estado que supostamente exhibe novas condições que ainda não estão dispostas. Assim, segundo a definição de Freund (2009), citado por Silva (2011:39), é “*considerada uma crise internacional em que o PIB Real mundial anual apresenta uma queda do crescimento de mais de 2% e de mais de 1,5 pontos percentuais abaixo da média dos cinco anos anteriores*”.

2.3 – A Crise e a Avaliação da Performance Económica e Financeira das Empresas

A situação económico-financeira internacional fica marcada no período em análise (2006-2012) pela crise nos mercados financeiros iniciada em 2008 e pelo consequente contágio às dívidas soberanas, o que encaminhou Portugal para um resgate financeiro (Vieira 2013). Esta crise tem trazido graves consequências para a performance económica e financeira de um grande número de empresas. Organizações que até há pouco tempo eram consideradas exemplos de resistência, foram vítimas da turbulência que se abateu sobre a economia, empregos perdidos, aplicações financeiras arruinadas, queda na arrecadação de impostos e na capacidade do setor público de investir são alguns dos efeitos fatais que foram observados, desde o início do abalo económico, ora experienciado (Sousa e Ferreira, 2009).

De acordo com os objetivos preconizados neste trabalho de investigação, entendeu-se ser relevante a realização de um diagnóstico do desempenho económico e financeiro das empresas portuguesas, antes e após o período de crise iniciada em 2008, com finalidade de apurar ou clarificar o impacto da crise nestas empresas. Numa fase inicial, adotou-se a análise económica e financeira com recurso a um conjunto de indicadores. De acordo com Neves (2012), estes proporcionam uma visão abrangente do desempenho das empresas e que, por sua vez, são extraídos do conjunto de demonstrações financeiras, fornecendo um panorama do desempenho económico-financeiro da empresa em determinado período de tempo. No entanto, deve-se sublinhar que a forma de medição do desempenho económico e financeiro constitui uma temática complexa revelante na literatura financeira e na prática empresarial, isto é, a procura da

resposta à questão como medir o desempenho tem sido um campo ou tema de investigação na literatura financeira.

Segundo Madrigal (2012), a medição do desempenho organizacional tem uma relevância notável nas atividades das empresas, pois durante a crise inúmeras empresas sofrem fortes turbulências no seu desempenho. As formas e os meios para medir com precisão o desempenho têm, nas últimas duas décadas, tomado uma importância central nas organizações. De acordo com Carrilho *et al* (2005:249) analisar o desempenho de uma empresa é “...*determinar em que medida os meios colocados à sua disposição, quer financeiros, quer económicos, são eficaz e eficientemente utilizados de forma a atingir os objetivos que se propôs alcançar*”.

Montenegro, (2004) e Neely *et al* (2005), citados por Madrigal (2012), afirmam que a medição do desempenho é um conjunto integrado de indicadores individuais que têm como objetivo quantificar a eficiência, a eficácia e produzir informação sobre a performance em determinadas atividades e processos organizacionais das empresas, ou seja, é a atividade onde é determinado o grau de performance, fundamental para a melhoria, ajuste ou regulação de uma determinada atividade. No capítulo seguinte apresenta-se os contributos empíricos da literatura financeira sobre a problemática da medição da performance económica e financeira no contexto empresarial.

2.4 – A Crise e os Determinantes da Decisão de Financiamento das Empresas

O estudo dos determinantes da decisão de financiamento das empresas tem sido denominado na literatura financeira como a identificação dos determinantes da estrutura de capitais das empresas. Dentro de uma empresa é tida como resultado do modo de como esta financia a sua atividade (Baptista *et al* 2005). Schnorrenberger (2008) afirma que a estrutura financeira ou de capitais resultante da decisão de financiamento, resulta da combinação de capitais de longo prazo oriundos de terceiros e de capitais próprios, dotando as empresas de uma capacidade de financiar a sua atividade. De acordo com Kronbauer *et al* (2013), a estrutura de capitais das organizações é proveniente de duas fontes de recursos, as que são injetadas pelos sócios ou proprietários e as que são oriundas de financiamentos ou empréstimos de capitais de terceiros. Nessa última situação, deve-se considerar a questão relacionada com a alavancagem financeira, que tem como pressuposto a utilização de parte de recursos de terceiros no intuito de aumentar os lucros sobre os capitais próprios e assim fortalecer o capital corrente e

manter a empresa mais competitiva no mercado. O autor acrescenta que as empresas na sua maioria utilizam mais as dívidas de curto prazo para financiar os seus ativos correntes.

A identificação dos determinantes da decisão de financiamento, em particular, da estrutura de capitais das empresas tem merecido, na literatura financeira, uma longa atenção ao nível dos trabalhos de investigação na componente das finanças empresariais. Esta investigação tem origem nas proposições da irrelevância de Modigliani e Miller (1958), indicando uma independência do valor da empresa relativamente á decisão de financiamento, em particular, da sua estrutura de capitais (Bhaird e Lucey, 2010). Este trabalho teve o condão de ser o ponto de partida da investigação nesta temática. A partir deste trabalho, desenvolveu-se a investigação sobre os determinantes da estrutura de capitais através da adoção de diferentes abordagens ou correntes que têm vindo a ser consubstanciadas em diversas teorias. Estas diferentes teorias propõem diferentes determinantes da estrutura de capitais que, por sua vez, têm vindo a ser testados em diferentes estudos empíricos e trabalhos de investigação. De seguida procede-se a uma apresentação das diferentes teorias da estrutura de capitais.

2.4.1 – As Teorias das Estruturas de Capitais

Segundo Bhaird e Lucey (2010) as teorias sobre a estrutura de capitais que emergiram a partir do trabalho original de Modigliani e Miller (1958) podem ser classificadas em três tipos: teoria trade-off estático, teoria da agência e teorias com base em assimetria de informações. As três explanações mais importantes sobre a estrutura de capitais são as teorias do trade off, custos de agência e a seleção hierárquica (Ramalho e Silva, 2011).

O trabalho de Modigliani e Miller (1958) originou a emergência de uma vasta literatura teórica e empírica sobre a questão dos determinantes da estrutura de capitais das empresas. Estes autores vieram contrapor a teoria clássica que defendia a existência de uma estrutura ótima de capitais que maximizava o valor da empresa em consequência da diminuição do custo médio ponderado dos capitais das empresas. Modigliani e Miller (1958) introduziram a irrelevância da estrutura de capitais³ das empresas sobre o valor das mesmas. Este depende apenas do nível e do risco dos fluxos de caixa futuros gerados pelos ativos reais, tornando-se indiferente a decisão de

3 Sobre o pressuposto do mercado de capitais perfeito, inexistência de impostos e custos de transação.

financiamento. “...discurso teórico sobre a estrutura de capitais das empresas tem origem nas proposições de irrelevância de Modigliani e Miller (1958), indicando que a estrutura de capitais da empresa é independente do seu custo de capital e, portanto, do valor da empresa” (Bhaird e Lucey, 2010:357).

Contudo, de acordo com Bhaird e Lucey (2010), as proposições de 1958 foram baseadas em um número de suposições irrealistas e em 1963, Modigliani Miller introduziram a problemática dos impostos no modelo. Esta nova abordagem levou ao desenvolvimento da teoria trade-off da estrutura de capitais, em que os benefícios fiscais de dívida são compensados por custos de dificuldades financeiras. A corrente do trade-off estático introduz novamente a existência de uma estrutura de capitais ótima que permite maximizar o valor da empresa em virtude dos benefícios e custos associados a cada fonte de financiamento (tais como, custos de falência, custos associados à obtenção de cada fonte, benefícios fiscais e outros).

O aparecimento da corrente fiscal veio realçar as diferenças de tratamento fiscal atribuído às diversas fontes de financiamento. Este fator levou MM (1963) a alterarem a sua posição inicial referenciando que a tributação dos resultados das empresas e a dedução fiscal do custo do capital alheio poderá permitir um incremento do valor da empresa. No entanto, de acordo com os contributos da teoria do *trade off* este efeito positivo da dívida sobre o valor da empresa constitui apenas uma face da moeda, sendo necessário introduzir nesta relação da dívida com o valor da empresa a problemática dos custos de falência que também emergiram como fator determinante da decisão de financiamento. Adicionalmente, aos benefícios fiscais teremos de considerar o incremento do risco financeiro da empresa e da probabilidade de ocorrer problemas “...de solvência dos seus compromissos. Uma preocupação significativa, que pode advir do recurso ao financiamento em capitais alheios é o aumento dos custos de falência. Estes podem incluir o aumento da probabilidade de falência, custos diretos (legais, alienação de ativos, etc) e custos indiretos (redução do crédito de fornecedores, perda de clientes, dificuldades de acesso a fontes de financiamento) de falência. A emissão de dívida adicional terá dois efeitos no valor da empresa. Por um lado, ela incrementará as poupanças fiscais desfrutadas e, por outro lado, reduzirá a probabilidade de sobrevivência da empresa. Dependendo de qual destas influências conflituais predomine, o valor da empresa pode aumentar ou diminuir com o endividamento adicional (Brennan e Schwartz, 1978)” (Rita e Silva, 2004:22).

De fato, segundo Kraus e Lintzenberger (1973), os autores impulsionadores da importância da problemática da falência, citados por Rita (2013), a relevância dos custos de falência para as empresas e suas influências sobre a governação das mesmas levou à introdução desta corrente. Segundo estes autores, o valor de uma empresa endividada seria igual ao de uma empresa não endividada mais o valor da dívida, menos os custos de falência. O incremento no endividamento aumenta a exposição da empresa face a eventuais dificuldades de solver os seus compromissos, isto é, incrementa os custos de falência esperados.

Ainda dentro da abordagem da corrente fiscal no âmbito dos fatores determinantes da estrutura de capitais, Miller (1977) conclui que a existência de diferentes agentes com taxas fiscais diferenciadas leva a que as empresas emitam diferentes títulos na decisão de financiamento. De Angelo e Masulis (1980) introduziram o facto da existência de outras fontes de benefícios fiscais que podem diminuir a atratividade dos capitais alheios em função dos seus benefícios fiscais.

A Teoria baseada na assimetria de informação é constituída por duas correntes: a corrente da seleção hierárquica (pecking order) e a corrente dos sinais. *“Abordagens alternativas, com base na assimetria de informação existente entre os gestores internos e os investidores externos, incluem a teoria da sinalização (Ross 1977) e a teoria da seleção hierárquica (Myers 1984; Myers & Majluf, 1984)”*. (Bhaired e Lucey, 2010:357). De acordo com os autores, a última teoria postula que, quando as fontes de financiamento internas não são suficientes para as necessidades de investimento, a empresa tem uma preferência em recorrer ao financiamento externo nos mercados de dívida comparativamente a recorrer a capitais próprios externos. Esta última fonte torna-se a menos preferível. A primeira teoria defende que as empresas não possuem um rácio de endividamento ótimo e que a decisão de financiamento é baseada no problema de informação entre os agentes externos e internos da empresa. Desta forma, os responsáveis das empresas preferem financiar-se, em primeiro lugar, através do autofinanciamento e, no caso de estes fundos não serem suficientes, recorrem em segundo lugar ao endividamento sem risco, seguindo-se o endividamento com risco e, por fim, a emissão de capital próprio (Myers e Majluf, 1984), citado por Rita (2013). *“A segunda corrente, foi impulsionada por Ross (1977) e Leland e Pyle (1977). O primeiro argumenta que os investidores interpretam grandes níveis de endividamento como um sinal de alta qualidade da empresa e que a rentabilidade e o endividamento estão positivamente relacionados. Os segundos autores, pelo contrário, argumentam que um*

empresário com um novo projeto de investimento pode sinalizar a sua qualidade pela parte de capitais próprios que utilizar para o financiar. O valor aumentará com o aumento das ações pelo empresário.” (Rita, 2013).

Segundo Bhaird e Lucey (2010), uma outra abordagem emergiu no contexto das relações estabelecidas entre as diversas partes interessadas das empresas, em particular, as relações principal – agente. Esta teoria denomina-se de custos de agência e foi impulsionado por Jensen e Meckling 1976. *“A teoria dos custos de agência (ACT), iniciada por Jensen e Meckling (1976), afirma que a estrutura ótima de capitais de cada empresa depende do valor da dívida que mitiga os conflitos entre acionistas e administradores, por um lado, e os acionistas e os credores, por outro. De acordo com esta teoria, em consequência dos custos de agência entre gestores e acionistas, as empresas são levadas a utilizar mais dívida para mitigar o problema dos fluxos de caixa livre ou disponíveis para os gestores (Jensen 1986), enquanto que os custos de agência de acionistas e credores no âmbito do problema do subinvestimento ou substituição de ativos pode levar a uma menor alavancagem, uma vez que grandes níveis de dívida podem ser um incentivo para a rejeição de projetos que podem aumentar o valor (Myers 1977) e para a realização de projetos arriscados (Jensen e Meckling 1976).”* (Ramalho e Silva, 2011:623).

Assim, segundo a Teoria da Agência, os interesses do principal e do agente não coincidem e na ausência de um sistema de incentivos e monitorização adequado, o agente irá atuar no sentido da maximização da sua utilidade (Jensen e Meckling, 1976), citado por Rita (2013). De acordo com Rita (2013) esta teoria tem sido aplicada no estudo das relações entre os gestores das empresas e os acionistas/sócios. E no âmbito da mesma, é argumentado que, enquanto os proprietários das empresas pretendem maximizar o lucro, os seus agentes (gestores) podem preferir empenhar-se em atividades do seu próprio interesse e que não maximizam o lucro. Desta forma, a performance da empresa, está em certa medida, dependente da forma eficiente como os proprietários controlam e monitorizam os gestores (Gedajlovic e Shapiro, 1998). Os custos destas atividades de controlo e monitorização constituem os custos de agência (Smith, 2008). Jensen e Meckling (1976) argumentam que os conflitos que poderão existir entre os acionistas, gestores e credores e o problema da substituição de ativos originam custos de agência e influenciam a determinação da estrutura de capitais das empresas. Os mesmos autores referem que o financiamento através de capitais alheios pode disciplinar o comportamento dos gestores. Derivado dos custos de agência, Myers

(1977) aponta que os tipos de ativos podem determinar o tipo de financiamento. Estes argumentos são também apontados por Booth e al (2001), Kochhar (1997) e Williamson (1988).

A estrutura de capitais é um tema que despertou bastante curiosidade durante e após o período de crise económica e financeira atual.

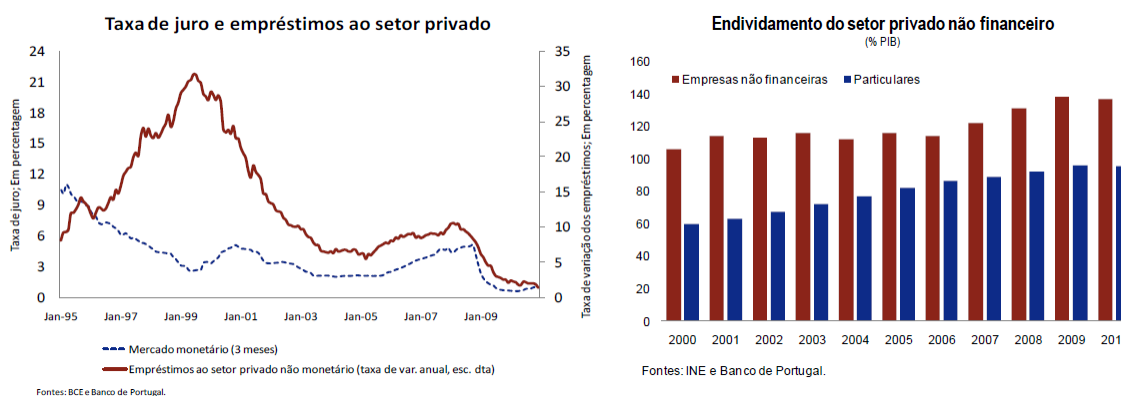
Binsbergen *et al.* (2011), citado por Kronbauer *et al.*, 2013:5, declaram que *“para determinar uma estrutura ótima de capitais, deve-se considerar que o custo vindo de uma dívida pequena é menor do que financiar-se através de uma dívida muito elevada, o que pode explicar por que algumas empresas utilizam uma dívida conservadora”*. A estrutura de capitais pode se inter-relacionar com outras variáveis e quando estipulada de maneira eficaz, pode maximizar os lucros da organização.

Segundo Costa (2012), a União Económica e Monetária incrementou as possibilidades de financiamento dos sectores residentes em Portugal que, aliada a uma histórica baixa taxa de juros, incrementou o nível de endividamento do sector privado. *“O processo de adesão ao euro conduziu a uma redução acentuada das taxas de juro e a um forte aumento da concessão de crédito. Entre 1990 e 2000 as taxas de juro diminuíram 7.p.p e o stock de crédito concedido às famílias e às empresas aumentou 134%.”* (Leão et al, 2014:55). De acordo com os autores, a crise mundial e, em particular, a fragmentação financeira da zona euro a partir de 2010, teve como consequência a deterioração acentuada das condições de financiamento das empresas e família portuguesas. *“As taxas de juro médias e os spreads enfrentados pelas empresas portuguesas aumentaram de forma muito acentuada em 2011 e 2012, tornando-se cerca de 3,5 p.p. superiores às taxas de juro enfrentadas pelas empresas francesas ou alemãs e 2 p.p. acima das taxas de juro suportadas pelas empresas espanholas italiana e irlandesas.”* (Leão et al, 2014:55).

Farinha e Félix (2014:1) também corroboram estes argumentos ao referirem que *“nos anos que precederam a recente crise económica e financeira observou-se uma rápida acumulação de dívida por parte das sociedades não financeiras e um aumento do rácio entre a dívida do setor e o PIB que atingiu um valor superior a 130 por cento, em meados de 2008. Esta evolução foi induzida por condições de financiamento muito favoráveis e por expectativas de crescimento da produtividade que não se concretizaram... A crise financeira global e a subsequente crise da dívida soberana desencadearam o ajustamento que se caracterizou por uma assinalável contração da procura e uma revisão negativa das expectativas dos agentes económicos... ...Neste*

contexto, o processo de ajustamento compreendeu uma contração da oferta e da procura de crédito das empresas. E de referir que, de acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o 'Mercado de Crédito', a evolução do crédito durante a crise refletiu um aumento na restritividade dos critérios aplicados na aprovação de empréstimos...”.

Gráfico 1- Financiamento do Setor Privado



Fonte: Costa, 2012.

Ramos (2012) refere um aumento dos constrangimentos de concessão de crédito às empresas resultante da diminuição da liquidez do sector financeiro e pela dificuldade de cumprimento do serviço de dívida que as empresas também começaram a apresentar. O aumento das taxas de juro foi uma das consequências, bem como, um decréscimo acentuado dos empréstimos concedidos às empresas.

“Dada a escassez de financiamento já existente no mercado fruto da crise iniciada em 2007, o contágio à dívida soberana na zona euro veio assim intensificar e materializar o risco de crédito e as restrições ao financiamento inerentes a toda a economia. Como consequência, as instituições financeiras portuguesas veem-se obrigadas e desenvolver um processo de desalavancagem... ..Tal processo restringe ainda mais o acesso ao crédito por parte de todos os agentes económicos.” Vieira (2014:18).

2.4.2 - Estudos Empíricos sobre a Relação da Crise com a Performance Económica e a Decisão de Financiamento.

Nesta secção apresenta-se alguns estudos empíricos realizados no âmbito da temática da crise internacional de 2008 e seus impactos, em particular, sobre a performance económica e financeira das empresas e sobre a sua decisão de financiamento. Desta forma, pretende-se evidenciar que este tema, apesar de ser uma

temática recente e ainda se considerar que os efeitos da crise permanecem, este campo de investigação tem despertado a atenção dos estudiosos e pesquisadores desta área.

Hall et al (2013) procuraram verificar o impacto nos indicadores económicos e financeiros nas empresas do agronegócio do Brasil em função da crise económica mundial de 2008. Utilizaram uma amostra de 72 empresas, em relação às quais disponham das demonstrações contabilísticas presentes na base de dados económica para o período de 2005 a 2010. Em termos de metodologias, recorreram ao método quantitativo e à análise descritiva. No desenvolvimento do estudo, puderam verificar que o segmento do agronegócio sofreu fortemente o impacto da crise de 2008, principalmente, em relação ao aumento do endividamento e, conseqüente, aumento do custo da dívida, pressionando fortemente o resultado líquido e as taxas de retorno no ano de 2008.

Vieira (2013), estudou as alterações na estrutura de financiamento das empresas portuguesas após a crise de 2008. Utilizando uma amostra de 7 244 empresas portuguesas para o período de 2004-2011 e uma análise estatística descritiva. Os resultados evidenciaram que variações registadas entre 2004-2007 a 2008-2011 são estatisticamente significativas para os indicadores estudados e que a crise financeira afetou o financiamento das empresas portuguesas.

Almeida *et al* (2009), estudaram o comportamento dos indicadores económico-financeiros das grandes empresas de capital aberto, entre 2002 e 2008. A amostra foi constituída por 239 empresas brasileiras de capital aberto com informações disponíveis para todos os anos do período (2002-2007). Em termos de metodologia, utilizaram um método quantitativo. Os autores concluíram sobre a incerteza, nos próximos anos, da manutenção da atual composição da estrutura de capitais destas empresas (consistida por mais dívida e menos captação de capitais próprios em Bolsa). Segundo os autores, a alteração ou a manutenção da estrutura de capitais irá depender, entre outros aspetos, da forma como o Brasil sairá da crise global. Em particular, ao nível do incremento da dívida de longo prazo em detrimento da dívida de curto prazo dado esta última ter revelado uma maior utilização durante o período em análise.

Silva (2011) estudou o impacto da crise financeira internacional de 2007-2009 em dois conjuntos representativos das grandes empresas não financeiras de Portugal e de Espanha, teve como amostra as empresas cotadas das bolsas de valores de Lisboa e Madrid e integrantes do PSI-20 e IBEX-35, respetivamente. Para o efeito, utilizando o método quantitativo e análise estatística do modelo KTC no período de 2006 a 2009 nos

dois conjuntos, individualmente e comparativamente e, quando apropriado, face à economia real do respetivo país. Os resultados mostraram que as empresas do PSI-20 foram menos afetadas negativamente do que as empresas do IBEX-35.

Patrícia e Sílvia (2011) procuraram avaliar se existiam diferenças no desempenho financeiro entre empresas nacionais portuguesas e estrangeiras. A base de dados utilizada pertence à Informa D&B e foram obtidos dados para o período de 1996 a 2009, considerando uma amostra de 887 empresas, das quais 326 eram estrangeiras e 561 nacionais. Os autores verificaram que a propriedade estrangeira e os períodos de crise afetam de forma negativa a performance das empresas, nas diferentes medidas de desempenho. Mas no que respeita à avaliação das possíveis vantagens da presença de propriedade estrangeira durante desacelerações económicas, os resultados indicam que as empresas multinacionais não exercem efeitos sobre as vendas e nem sobre os lucros. Exceto no segundo período de crise da amostra (2007-2009), a propriedade estrangeira parece causar efeitos negativos no crescimento das vendas.

Miura *et al* (2011), averiguaram se a rentabilidade média do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) tem um desempenho estatisticamente superior à rentabilidade do Índice Ibovespa (IBOVESPA), durante o período de 2008 a 2010, considerado o intervalo temporal da crise económica e financeira mundial. No sentido de atingir o objetivo proposto no trabalho de investigação, os autores realizaram testes comparativos aos retornos médios diários dos dois índices aplicando a análise de variância (ANAVA) com teste Tukey ao nível de significância de 5%, seguido da análise de correlação de Pearson. Neste caso, os autores concluíram que não existiam diferenças significativas entre o desempenho do IBOVESPA e do ISE para o período estudado, apontaram ainda que mesmo em períodos de crise, a forte correlação existente entre os dois índices aponta para um comportamento semelhante: quando o IBOVESPA sobe, o ISE também sobe, sendo o comportamento de ambos semelhantes também em momentos de crise.

3. METODOLOGIA, AMOSTRA e HIPÓTESES.

Após a abordagem teórica apresentada no capítulo anterior, segue-se a descrição e fundamentação das escolhas metodológicas que serviram de base à realização do estudo empírico.

Segundo Freixo (2010:177) *“a fase metodológica inclui todos os elementos que ajudam a conferir à investigação um caminho ou direção”*.

Neste capítulo apresentamos as fases pelas quais passou o processo de investigação deste trabalho, o método inerente à definição do objeto da amostra, a recolha de dados financeiros através dos Relatórios e Contas das empresas portuguesas. Em termos de metodologia de investigação, serão expostos os métodos de seleção da amostra e de recolha e tratamento de dados.

3.1-Método de Investigação

O método de investigação surge pela especificidade que o tema apresenta e pela necessidade de se desenvolver o estudo primando por um método qualitativo e quantitativo. Uma vez que o presente estudo tem como objetivo analisar a performance económica e financeira das empresas antes e após o período de crise económica internacional de 2008 ira-se aplicar de forma mais proeminente o método quantitativo.

Para Gehardt e Silveira (2009:32) a abordagem *“qualitativa preocupa-se portanto, com aspetos da realidade que não podem ser quantificados, centrando-se na compreensão e explicação da dinâmica das relações sociais”*. A mesma investigação *“está associada a uma conceção holística do estudo dos seres humanos, conceção saída de um certo numero de crenças que orientam todo processo.”* Fortin (2009:31).

Os investigadores que usam este método procuram explicar as causas e efeitos do objeto em estudo, expondo o que convém ser feito, mas não quantificando o mesmo, não apresentam os valores. Para Vilelas (2009:105) *“o ambiente natural é a fonte direta para a recolha dos dados e o pesquisador é o instrumento chave.”* Sendo que nesta abordagem, os resultados não são generalizados.

Enquanto a abordagem quantitativa, segundo Vilelas (2009:103), analisa e regista as causas dos fenómenos recorrendo a linguagem matemática, e é *“possível traduzir em números as opiniões e as informações para em seguida poderem ser classificados e analisadas requerendo o uso de recursos e de técnicas estatísticas”*. Para Fortin (2009: 30) *“...os resultados obtidos com a amostra podem ser generalizados a*

população alvo. Os autores acrescentam ainda que o objetivo desta abordagem é estabelecer fatos, pôr em evidência relações de causa e efeito ou verificar teorias ou preposições teóricas”.

Quanto aos objetivos, o presente estudo caracteriza-se como descritivo e exploratório. Segundo Martins e Santos (2002), o método descritivo tem como premissa a observação, registo, análise, descrever e correlacionar factos ou fenómenos procurando descobrir uma precisão, a frequência em que um fenómeno ocorre e sua relação com outros fatores.

As pesquisas descritivas são, *“juntamente com as exploratórias, as que habitualmente realizam os pesquisadores sociais preocupados com a atuação prática. São também as mais solicitadas por organizações como instituições educacionais, empresas comerciais, partidos políticos, etc”* (Gil, 2002:28). Neste tipo de estudo de acordo com Fortin *et al* (2009:236), geralmente, *“consiste, quer em descrever um conceito relativo a uma população, quer seja em estudar um caso ou em identificar as características de uma população no seu conjunto ou no inquérito”*. Sendo que para Gil (2000:27) as pesquisas exploratórias têm como principal finalidade *“desenvolver, esclarecer e modificar conceitos e ideias, tendo em vista a formulação de problemas mais precisos ou hipóteses pesquisáveis para estudos posteriores”*. De acordo Vilelas (2009), neste estudo obtém-se um conjunto elevado de informações de forma económica, mas tendem a ser superficiais. Gil (2002) alerta que este tipo de pesquisa é realizado especialmente quando o assunto escolhido é pouco estudado.

Quanto aos procedimentos técnicos a pesquisa é bibliográfica, utiliza a técnica de análise estatística descritiva e análise de regressão linear com dados em painéis. Segundo Vilelas (2009) a pesquisa bibliográfica tem como meta, extrair, explorar e conhecer todo conjunto de informação que pode ser útil para explicar, aprofundar e analisar o objeto de estudo. A mesma é desenvolvida a partir de material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos, revistas, jornais. (Gil, 2002).

Esta pesquisa coloca-nos a par do que fora escrito, elaborado sobre o assunto estudado e põe-nos em sintonia com os factos históricos e a gama de material acumulado no ramo pesquisado.

Quanto a técnica de análise estatística descritiva, segundo Reis (1996), citado por Vilelas (2009:309) *“consiste na recolha e exposição de dados numéricos através da criação de instrumentos adequados, como: quadros, gráficos e indicadores numéricos”*.

Pelo que este método permite calcular medidas estatísticas, conhecidas como: medidas de tendência central, desvio padrão, gráficos, entre outros.

Segundo Pestana e Gageiro (2005), a regressão linear múltipla em painel é um método estatístico usado quando se pretende fazer uma associação entre uma variável dependente (endógena) qualitativa e uma ou mais variáveis independentes (exógena), com objetivo de explicar e prever o comportamento dessas variáveis. O mesmo autor refere que as variáveis independentes são também chamadas de variáveis explicativas e são utilizadas para explicar as variáveis dependentes. Para o estudo aplicou-se o mesmo método tendo como semelhança estudos realizados por Vieira (2013), Vogt *et al* (2014) e Paixão (2013).

3.2. Amostra

A amostra deste trabalho foi selecionada de forma intencional. Segundo Vilela (2009), neste tipo de amostra, as unidades de análise não são escolhidas de forma facultativa, descrevendo algumas características que o investigador considere relevantes.

No presente estudo, a amostra foi selecionada a partir do conjunto de empresas portuguesas presentes na base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), onde dispõe de toda informação contabilística e operacional de empresas Portuguesas, em particular, as demonstrações financeiras, tal como nos estudos elaborados por Paixão (2013) e Vieira (2013). A escolha desta fonte de dados deveu-se à disponibilidade e pela facilidade de obtenção de dados necessários à elaboração dessa dissertação.

Numa primeira fase extraiu-se o conjunto de empresas ativas e com mais de 10 colaboradores, tendo obtido cerca de 24680 empresas. Deste conjunto de empresas foram selecionadas apenas 10.047 empresas com base nos seguintes critérios: quanto à forma jurídica - serem classificadas como sociedades anónimas, sociedades por quotas ou sociedades em nome coletivo; exclusão das empresas que não dispunham de dados contabilísticos ou alguns dados relevantes para o período em análise que foi de 2006 a 2012.

Em função da importância do fator dimensão, as empresas presentes na amostra foram agrupadas em três conjuntos distintos, nomeadamente, pequenas, médias e grandes empresas. A maioria dos trabalhos empíricos anteriores está centrada no estudo das pequenas e médias empresas (PME's) como grupo uniforme, ignorando que

diferentes fatores podem afetar a decisão de financiamento de empresas de diferentes dimensões (Ramalho e Silva, 2011).

O nº 4 do art.º 211 do Jornal Oficial da Comissão Europeia de 2003 define empresa como *“qualquer entidade que, independentemente da sua forma jurídica, exerça uma atividade económica, incluindo, designadamente, as entidades que exerçam uma atividade artesanal e outras atividades a título individual ou familiar, as sociedades de pessoas ou as associações que exerçam regularmente uma atividade económica.”*

A Comissão Europeia (2009), aponta que um dos critérios para identificar e classificar as empresas como pequenas, médias, ou grandes é o valor do seu ativo total, o volume de negócio e o número de funcionários existentes e salienta que entre os critérios referidos, o número de funcionários (critério afetivo) é considerado o mais importante e tido como critério principal, mas a introdução de um critério financeiro é um complemento necessário para que se possa compreender a importância real e o desempenho de uma empresa, bem como a sua posição em relação às suas concorrentes.

Neste trabalho, teve-se em conta esta recomendação da Comissão Europeia para os critérios de classificação das empresas nas diferentes classes dimensionais. A metodologia adotada para realizar a classificação das empresas nas três categorias dimensionais foi a apresentada na Recomendação da Comissão Europeia de 6 de Maio de Maio (nº 2003/361/CE). Assim, utilizou-se como critério principal, o número de empregados complementado com um critério financeiro (ativo total ou volume de negócios), conforme o referido no ponto 4 e Artigo 2º do respetivo anexo da recomendação: Pequena: empresa com menos de 50 colaboradores e que apresente um volume de negócios ou ativo inferior a 10 milhões de euros, Média: empresa que emprega de menos de 250 colaboradores e que apresente um volume de negócios inferior a 50 milhões de euros ou um ativo inferior a 43 milhões euros.

As 10.047 empresas presentes na amostra ficaram distribuídas da seguinte forma pelas diferentes classes dimensionais:

Tabela 1: A Distribuição das Empresas pelas Classes Dimensionais

Classe Dimensional	Número	%
Pequenas	7 000	69,67%
Médias	2 500	24,88%
Grandes	547	5,45%
Total	10 047	100,00%

Fonte: Dados da pesquisa.

Esta distribuição da amostra parece adequada à estrutura empresarial portuguesa. “As micro, pequenas e médias empresas (PME) portuguesas representam 99,9% do tecido empresarial português mas são responsáveis por menos de dois terços (60,9%) do volume de negócios do sector empresarial português, segundo os dados divulgados hoje no estudo do Instituto Nacional de Estatística, *Empresas em Portugal, para 2010*. A importância das grandes empresas portuguesas não se reflete no total do grandes empresas que existem. As PME representam 99,9% do tecido empresarial português, que são responsáveis por 60,9% do volume de negócios. Já as grandes empresas, que são 0,1% do total, são responsáveis por 39,4%.” (Paixão, 2013).

“Uma questão importante, em teoria, a estrutura de capitais refere-se à medida que as decisões de financiamento das empresas são conduzidas pelas suas próprias características, em vez de ser o resultado do ambiente institucional em que funcionam (Rajan e Zingales 1995; Hall et al. 2004). A natureza da estrutura dos ativos das empresas, o grau de risco têm sido sugeridos como a criação de empresas com estruturas de capital específicas (Watson e Wilson, 2002)” (Psillaki e Daskalakis, 2009:320). Hall et al (2000) concluem que existe significativas variações, entre os sectores de atividade ao nível das variáveis consideradas determinantes da estrutura financeira das empresas. Heyman et al (2008) apontam para a existência de uma relação entre o fator sector de atividade e a dívida. Neste sentido, enquadrou-se as empresas nos setores de atividade.

3.3 - Seleção das Variáveis Dependentes e Independentes do Estudo e Hipóteses

O objetivo principal deste trabalho de investigação é analisar o impacto da crise no desempenho económico e financeiro das empresas portuguesas, em particular, ao

nível da rentabilidade e da decisão de financiamento. Desta forma, tal como abordado na literatura, importa definir as variáveis representativas destes fatores. São estas representações que vão constituir a variável dependente dos modelos econométricos a estimar e cujos os resultados servirão para o teste de hipóteses a formalizar neste capítulo.

Neste trabalho adotou-se o rácio da rentabilidade do ativo (ROA) para representar o desempenho económico/ financeiro das empresas e o rácio endividamento total como representação da estrutura financeira. A utilização destes indicadores teve como base os estudos de Vieira (2013), Paixão (2013), Patrícia e Silva (2011), Dolenc *et al* (2012), Hall *et al* (2013). Nesta seção desenvolve-se a problemática da escolha destes indicadores em função dos contributos da literatura financeira e as razões da escolha dos mesmos em detrimento de outros rácios alternativos.

3.3.1 - Rentabilidade do Ativo

Para Carilho *et al* (2005), a rentabilidade é tida como uma das perspetivas da análise do desempenho, que surge genericamente como expressão monetária da eficiência dos recursos. A sua análise permite “*avaliar o desempenho económico da empresa, identificando de forma coerente e integradora os grande fatores que a influenciaram*” (Nabais e Nabais, 2011:97). Martins (2004) refere que a rentabilidade possibilita também fazer comparações de desempenho de empresas sujeitas ao mesmo risco de negócio.

Neste sentido a rentabilidade determina a sobrevivência da empresa a médio e longo prazo e a atração de capitais próprios ou alheios. Segundo Neves (2000), este indicador constitui uma medida de desempenho, sendo utilizado como indicador da eficiência da gestão, medida da capacidade da empresa em gerar resultados e no planeamento e controlo de gestão.

O conceito de rentabilidade está diretamente ligado a capacidade para gerar fundos que cubram os gastos de exploração, a rentabilização dos investimentos realizados e a remuneração dos financiadores da atividade, isto é, relaciona os resultados auferidos na atividade com os meios utilizados para a sua obtenção, (Nabais e Nabais, 2011).

Neves (2000) discorre que a criação de valor de uma empresa em grande parte é fruto da potencialidade dos rendimentos gerados, que por sua vez, é função do crescimento do mercado e da posição concorrencial da empresa, uma vez que a crise

atual colocou sucessivos desafios de crescimento, prosperidade e sustentabilidade ao tecido empresarial global.

Conforme o anteriormente referido, neste trabalho de investigação optou-se por utilizar como representação do desempenho económico/financeiro a rentabilidade do ativo (ROA). Este indicador foi considerado como um dos mais importantes e abordado com maior ênfase pela literatura financeira e pelos agentes económicos. Segundo Nabais e Nabais (2011:104) este indicador representa a “ *capacidade do negócio de gerar resultados face ao investimento que lhe está afeto, independentemente da forma de financiamento. Este é um indicador que ajuda na avaliação do desempenho do ativo da empresa em gerar lucros*”. “*Naturalmente a performance operacional da empresa será maior, quanto maior for a rentabilidade do ativo*” (Garnacho 2013:10).

A relevância deste indicador, segundo Bonilla *et al* (2010), reside no facto de mostrar como os ativos das empresas foram geridos durante o período em estudo e ajuda na avaliação do desempenho do ativo da empresa em gerar lucros. O mesmo resulta da seguinte fórmula:

$$\textbf{Rentabilidade do Ativo} = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Total do Activo}} \times 100$$

Assim sendo, um dos aspetos do índice de rentabilidade das empresas, Gartner e Garcia (2005:461) refere que é a “*confiança transmitida aos investidores, servindo como proteção para a atratividade por capitais, remetendo que a lucratividade não é somente um resultado, mas também uma fonte de saúde competitiva e de riqueza empresarial*”. Vogt *et al*, (2014), Paixão (2013), Bonilla *et al* (2010), Martínez e stohr (2007) constituem referências da literatura financeira e de trabalhos de investigação que também adoptaram esta medida.

3.3.2 – Endividamento

Na temática do estudo da decisão de financiamento e, em particular, da estrutura de capitais das empresas, o endividamento total é uma medida amplamente utilizada como representação da estrutura financeira, tal como nos estudos realizados por Schnorrenberger (2008), Angonese *et al* (2010), Vieira (2013) e Hall (2013). De acordo com estes autores, este rácio ilustra a forma pela qual os recursos de terceiros são utilizados pela empresa e sua participação relativamente em relação ao capital próprio (Nabais e Nabais ,2011). Este indicador, segundo Rocha *et al* (2011), norteia a

avaliação do comprometimento financeiro das empresas, assim como a capacidade apresentada por estas, no cumprimento de suas obrigações e a importância do capital próprio relativamente às dívidas de terceiros. O mesmo resulta da seguinte fórmula:

$$\text{Endividamento} = \frac{\text{Ativo Total}}{\text{Passivo Total}} \times 100$$

Para Fernandes *et al* (2012:112) “*um excessivo peso de capital no financiamento da empresa pode colocar em causa a sustentabilidade dos encargos financeiros com o financiamento, e é aceitável que este rácio varie de 50% a 66%*”.

Segundo Ribeiro e Jorge (2011), a situação económica internacional actual tem contribuído para que muitas empresas, tenham agravado os seus défices. E numa tentativa de resolve-los, são muitas as empresas que têm recorrido, repetidamente, ao endividamento, o que poderá agravar ainda mais a sua situação económica. Nota-se no contexto da atual crise, várias empresas a tentarem evitar défices excessivos e, conseqüentemente, endividamentos elevados. Contudo, Hall *et al* (2013) no seu trabalho de investigação observaram que houve um aumento muito acentuado no índice de endividamento, principalmente, em relação à proporção de capitais de terceiros de longo prazo.

3.4 – Variáveis Independentes e Hipóteses

Após a formalização das variáveis dependentes deste trabalho de investigação, importa definir as variáveis independentes que constituem as representações dos factores determinantes da rentabilidade e do endividamento resultantes dos contributos da literatura financeira. De seguida apresenta-se as variáveis independentes utilizadas neste trabalho de investigação associadas ao estudo da rentabilidade do ativo e do endividamento

3.4.1 – Hipóteses e Variáveis Associadas aos modelos da Rentabilidade do Ativo

Tendo o indicador como variável dependente do estudo, foram seleccionadas algumas variáveis, tidas como variáveis independentes que vão explicar a influência que exercem na determinação da rentabilidade dos ativos.

Tendo como referência os trabalhos de Paixão (2013) e Vogt *et al*, (2014), além de outras referências da literatura financeira, como variáveis independentes nos modelos da rentabilidade do ativo, a maturidade da empresa medida pela sua idade, o

crescimento medido pela taxa de crescimento anual do ativo, a dimensão medida pelo logaritmo natural do volume de negócios, o nível de endividamento medido pela dívida total em relação ao ativo e a tangibilidade dos ativos medida pelo ativos fixos tangíveis em relação ao ativo.

Segundo Vogt *et al* (2014), existe uma relação positiva entre a dimensão e a rendibilidade do ativo. Esta relação é justificada pelo autor com o fato da dimensão da empresa implicar um maior desempenho organizacional, uma vez que as empresas de grandes dimensões tendem a apresentar maiores níveis de rendibilidade e tendem a ser mais eficiente no uso de seus ativos. Esta maior eficiência tem um impacto positivo no desempenho empresarial. Serrasqueiro e Nunes (2008), citados por Paixão (2013), justificam a relação positiva da dimensão com o desempenho com os seguintes argumentos da literatura financeira: as empresas de maior dimensão apresentam uma maior capacidade de obter benefícios das economias de escala, em particular, ao nível dos custos operacionais e de inovação; a maior dimensão das empresas possibilita uma maior diversificação das atividades e menor exposição ao risco. Assim, formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese 1: *“Quanto maior a dimensão da empresa maior será a sua rendibilidade do ativo”.*

Também de acordo com Vogt *et al* (2014), existe uma relação positiva entre a maturidade da empresa e a rendibilidade do ativo por empresas de maior maturidade evidenciarem um maior desempenho organizacional. Assim, formaliza-se a seguinte hipótese:

Hipótese 2: *“Quanto maior a maturidade da empresa maior a rendibilidade do seu ativo”.*

Segundo Vieira (2013) pode existir algumas dúvidas sobre o sinal da relação entre o endividamento e a rendibilidade do ativo. Tanto se pode ser esperar uma relação positiva como negativa. As empresas com maiores rendibilidades têm maiores possibilidades de conseguirem financiamento a custos mais baixos por apresentarem uma imagem de robustez financeira. Mas muitas destas empresas podem abdicar do uso da dívida devido as elevadas taxas de juros aplicadas. Empresas com maior rendibilidade, significa uma maior acumulação de fundos gerados internamente, desta forma, uma maior capacidade de autofinanciamento e uma menor necessidade de

recorrer à dívida. Estas utilizam menos dívida uma vez que utilizam, preferencialmente, financiamento através dos recursos internos em vez de financiamento externo. Segundo Villalonga e Amit (2006b) “... o endividamento apresenta-se negativamente relacionado com o desempenho. Segundo Sraer e Thesmar (2007) uma relação positiva poderia ser justificada com o argumento do controlo da teoria financeira (a teoria dos cash flows de Jensen, 1986), isto é, a dívida estar a ser usada como dispositivo disciplinador quando existisse cash flows disponíveis na empresa resultantes de um bom desempenho”. Assim, formaliza-se a seguinte hipótese:

Hipótese 3: “*Existe uma relação negativa entre a rentabilidade e o endividamento*”.

Paixão (2013) refere uma relação positiva do crescimento com o desempenho de acordo com os argumentos apresentados por Villalonga e Amit (2006b) “A taxa de crescimento revela o ciclo de vida ou estágio de crescimento das empresas. E as que se encontram em estágios de crescimento superiores tendem a evidenciar um maior desempenho”. Contudo Vogt *et al* (2013) obteve uma relação negativa com a rentabilidade do ativo, justificando este resultado com fato de nem sempre se comprovar que empresas bem valorizadas pelo mercado obtenham um maior ou menor desempenho económico/financeiro. Assim, formaliza-se a seguinte hipótese:

Hipótese 4: “*Empresas com maiores taxas de crescimento apresentam um melhor desempenho ao nível do ROA*”.

Abbas *et al* (2013) e Campello (2007) obtiveram evidências de uma relação negativa entre os ativos tangíveis a performance da empresa apontado, questões relacionadas com o endividamento, problemas de economia de escala e eficiência como justificação desta relação. Desta forma, formaliza-se a seguinte hipótese:

Hipótese 5: “*As empresas com maiores níveis de ativos tangíveis apresentam uma menor rentabilidade*”.

3.4.2- Hipóteses e Variáveis Associadas aos Modelos do Endividamento

Para a representação da estrutura financeira foi escolhida como variável dependente o endividamento total. Este retrata a forma como os recursos de terceiros são utilizados pela empresa e sua participação relativamente em relação ao capital

próprio (Nabais e Nabais, 2011). A fundamentação da escolha desta variável, foi definida conforme estudos realizados por Hall *et al* (2013) e Schnorrenberger (2008). Assim, também foi necessário estabelecer as variáveis independentes representativas dos determinantes da decisão de financiamento. De acordo com a revisão da literatura e à semelhança dos estudos de Psillaki e Daskalakis (2009), Couto e Ferreira (2010) e Ramalho e Silva, (2011) e Vieira (2013) adotou-se as seguintes variáveis: dimensão da empresa, rentabilidade da empresa, crescimento da empresa, maturidade ou idade da empresa e a tangibilidade dos ativos. A sua forma de medição é a mesma que foi apresentada na secção anterior. Neste trabalho e para os dois modelos, procurou-se manter a mesma forma de medir as variáveis quando comuns.

No que diz respeito à dimensão: o tamanho da empresa é uma variável positivamente relacionada com o nível de dívida da empresa Psillaki e Daskalakis (2009) apontam para uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o nível de endividamento. No entanto, os autores, citando Rajan e Zingales (1995), justificam a mesma com o argumento de quanto maior for a empresa, maior será o seu acesso aos mercados financeiros, maior a diversificação do negócio e menor o seu risco de falência. Seguindo esta linha de raciocínio, formaliza-se a seguinte hipótese:

Hipótese 6: *“A dimensão da empresa será positivamente relacionada com a dívida”.*

Quanto a variável rentabilidade, segundo Ramalho e da Silva (2011), uma relação positiva com a dívida poderá ser justificada no âmbito da teoria do trade off através do argumento de que as empresas mais rentáveis tendem a preferir dívida para usufruir do benefício fiscal e possuem uma menor probabilidade de não conseguir cumprir com as obrigações associadas. No contexto da teoria da agência, no caso dos argumentos de Jensen (1986) sobre a existência de fluxos de caixa também justifica essa relação no âmbito do papel disciplinar da dívida. Contudo, no âmbito da teoria da seleção hierárquica, a relação negativa será justificada com a existência de fundos internos suficientes e uma menor necessidade de dívida. Assim, *“empresas que oferecem mais lucros, também podem optar por reter maior parcela desses lucros a fim de financiarem novos investimentos, reduzindo assim a necessidade de financiamento externo”* (Angonese *et al*, 2010:9). Tristão e Dutra (2012:313) afirmam que *“quanto maior rentabilidade da empresa, menor será seu endividamento, pois empresas mais rentáveis adquirem maior capacidade de se financiarem através de suas atividades”*,

existindo assim uma relação negativa entre rentabilidade da empresa e seu endividamento.

Hipótese 7: *“Quanto maior for à rentabilidade da empresa, menor o indicador de endividamento”*.

O crescimento da empresa está associado a maiores necessidades de fundos para financiar esse desenvolvimento. Thies e Klock (1992) identificaram uma relação positiva entre o crescimento e o nível de dívida. As empresas presentes numa fase de crescimento não possuem fundos internos suficientes para o financiar, procurando endividamento para evitar os custos de emissão/transação dos capitais próprios. O crescimento da empresa é, entre outras coisas, consequência do aumento do investimento e este necessita ser financiado. Desta forma, formaliza-se a seguinte hipótese:

Hipótese 8: *“Quanto maior for o crescimento da empresa maior será o nível de dívida da empresa”*.

Quanto a maturidade, Ramalho e (2011:624) referem a possibilidade da existência de uma relação positiva e negativa entre esta variável e o endividamento. *“Quanto maior for o histórico da empresa em termos de reembolso da sua dívida, melhor será a sua reputação, menor será o custo da sua captação por os credores acreditarem que empresas não vão se envolver em projetos de substituição de ativos... ... um relação negativa com a dívida é justificada com o fato de maior maturidade significar acumulação de lucros e, desta forma, menor necessidade de requerer financiamento externo.”* Assim, formaliza-se a seguinte hipótese:

Hipótese 9: *“A maturidade relaciona-se negativamente com o endividamento”*.

No que respeita a variável tangibilidade dos ativos Tristão e Dutra (2012) apontam que os ativos tangíveis servem como fonte de garantia das empresas para com os credores, isto é, possuem um valor colateral, pois estes são mais facilmente avaliados pelo mercado e propensos a relação de troca. Assim, quanto maior o volume do ativos tangíveis maior o nível de endividamento, havendo desta forma uma relação positiva entre eles.

Hipótese 10: *“Os ativos tangíveis relacionam-se positivamente com a dívida”*.

3.4.3 – Hipóteses Centrais do Estudo associadas aos Fatores Crise, Classe Dimensional e Setor de Atividade

Para a concretização dos objetivos desse trabalho de investigação passam pelo estudo da forma como três fatores afetam a rendibilidade das empresas e a sua decisão de financiamento: i) crise, ii) classe dimensional e iii) sector de atividade. Assim para os modelos anteriores formaliza-se mais três hipótese associadas a cada um destes fatores e a sua relação com a rendibilidade e endividamento das empresas portuguesas.

i) Crise – A análise da literatura financeira permitiu verificar que o efeito da crise sobre o desempenho das empresas parece constituir um fator determinante. Desta forma, importa clarificar de que forma a crise tem afetado a sua situação económica e financeira, particularmente, sobre a rendibilidade e sobre o endividamento. Esta clarificação assume um papel central neste trabalho de investigação. Denota-se que empresas que anteriormente demonstravam ter bom desempenho organizacional, foram vítimas da crise de 2008, que levou muitas delas a apresentarem uma diminuição da sua performance. Desta forma, segundo Vieira (2013), estas mesmas empresas, encontraram fortes limitações e restrições no acesso ao crédito, independentemente da sua dimensão. A maioria das empresas evidenciou uma clara diminuição do financiamento, dadas as dificuldades das instituições financeiras. Este fator será medido através da introdução de uma variável *dummy* crise que assume o valor 1 a partir do ano 2009.

Hipótese 11A: “A crise afeta negativamente a rendibilidade das empresas”.

Hipótese 11B: “A crise afeta negativamente o nível de endividamento das empresas em função das restrição e estrangimentos no acesso à dívida”.

ii) Classe Dimensional - Além do fator crise, também se realizou uma análise da relação da classe dimensional com a rendibilidade e com o nível de endividamento. Para Vieira (2013:9) o “*fator dimensão é um fator crítico quando se analisa uma empresa, dadas as disparidades existentes entre pequenas e grandes empresas*”.

Assim, à semelhança de Paixão (2013) as empresas são classificadas em pequenas e médias, e grandes empresas recorrendo a três critérios: o número de trabalhadores, o valor total do balanço e o valor total do volume de negócio. As empresas são classificadas numa dada classe dimensional se não ultrapassarem os limites de dois dos três critérios financeiros referidos. Desta forma, as empresas da amostra foram classificadas nas três classes dimensionais: pequenas, médias e grandes empresas. Este fator será medido com a introdução de variáveis *dummies* associadas a

cada classe dimensional e que assume o valor 1 quando a empresa foi classificada nessa classe dimensional. Quanto ao desempenho organizacional por classe dimensional, a revisão da literatura financeira permitiu verificar as empresas de maior dimensão tendem a apresentar um maior desempenho ou uma maior capacidade do negócio, de gerar resultados comparativamente às empresas de menor dimensão (pequenas e médias empresas). “...tem havido um crescente reconhecimento na literatura financeira de que as PME atuam de forma diferente e são afetadas de forma diferente comparativamente às grandes empresas em vários aspetos do seu comportamento financeiro. Por exemplo, Ang (1992) afirma que “as pequenas empresas (...) têm diferentes tipos de complexidade, tais como um ciclo de vida esperado mais curto, fiscalidade, transições entre gerações e prevalência de contratos implícitos, enquanto Scherr e Hulburt (2001) afirma que “as pequenas empresas diferem das grandes empresas na componente fiscal, de propriedade, na flexibilidade, na indústria, n as economias de escala, no acesso ao mercado financeiro e ao nível da assimetria de informação.” Ramalho e Silva (2011:626). Esta tendência foi comprovada por Veira (2013), que são as grandes empresas a terem mais facilidade ao acesso ao crédito. Assim formaliza-se a seguintes hipóteses:

Hipótese 12A: “As empresas de menor dimensão evidenciam menores de rendibilidade”.

Hipótese 12B: “As empresas de menor dimensão evidenciam menores níveis de endividamento”.

iii) **Sector de Atividade** – O efeito do sector de atividade onde a empresa se insere também constitui um fator a ser analisado neste trabalho de investigação, à semelhança de Paixão (2013). Dos 14 setores de atividade apresentados pelo CAE presentes na amostra deste trabalho de investigação, nesta pesquisa foram selecionados seis mais relevantes para servirem de objeto de estudo, tendo criado variáveis *dummies* para esses setores.

Segundo Paixão (2013:42) observa-se uma relação estatisticamente significativa entre os setores estudados com o desempenho económico / financeiro das empresas. Apesar da relação positiva ou negativa depender de cada setor, o autor verificou que “as empresas pertencentes ao setor da indústria, construção e comércio tendem a apresentar um pior desempenho comparativamente às restantes empresas, enquanto, as

empresas do sector dos serviços apresentam um melhor desempenho”. Assim formaliza-se as seguintes hipóteses:

Hipótese 13A: “O sector de atividade constitui um fator determinante da rendibilidade.”

Hipótese 13B: “O sector de atividade constitui um fator determinante do nível de endividamento.”

Em suma, o quadro nº 3.4.1 apresenta, sucintamente as variáveis independentes adotadas para estudar os fatores determinantes da rendibilidade do ativo e da estrutura de capitais das empresas portuguesas no presente trabalho de investigação. É a partir da conjugação destas variáveis que na secção seguinte se apresenta os modelos estimados para testar as hipóteses associadas aos objetivos de investigação.

Quadro 3.4.1- Variáveis utilizadas no estudo

Classificação	Modelo 1 Desempenho Económico /Financeiro	Modelo 2 Estrutura Financeira
Variável Dependente	Rendibilidade do Ativo $ROA = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Total do Ativo}}$	Endividamento $END. = \frac{\text{Ativo Total}}{\text{Passivo Total}}$
Variáveis Independentes	Dimensão = Logaritmo (Volume de Negócios)	Dimensão = Logaritmo (Volume de Negócios)
	Endividamento= Passivo Total / Ativo Total	Rendibilidade = Resultados Operacionais /Total do Ativo.
	Crescimento = Ativo do ano N / Ativo do ano N-1 - 1	Crescimento = Ativo do ano N / Ativo do ano N-1 - 1
	Maturidade = Ano N – Ano da Constituição.	Maturidade = Ano N – Ano da Constituição.
	Ativos tangíveis = Ativo Fixo Tangível / Ativo Total	Ativos tangíveis = Ativo Fixo Tangível / Ativo Total
	Crise	Crise
	Classe Dimensional	Classe Dimensional
Setor de Atividade	Setor de Atividade	Setor de Atividade

Fonte: adaptado por Vogt *et al* (2014) e Paixão (2013)

3.5 – Metodologia e os Modelos Econométricos

Neste estudo, à semelhança do que ocorreu em outros trabalhos de investigação em que o objeto de estudo se assemelhava ao presente neste trabalho, utilizou-se a método econométrico da regressão linear múltipla com dados em painel com efeitos variáveis. De acordo Pestana e Gageiro (2005), a regressão linear múltipla pressupõe a existência de uma relação linear de uma variável aleatória y (variável dependente) e uma ou mais variáveis não aleatórias (variáveis independentes). Rita (2011) e Pestana e Gageiro (2005) referem que as variáveis independentes, também, são chamadas de variáveis explicativas e são utilizadas para explicar as variáveis dependentes.

Para Marques (2000), os dados em painéis são caracterizados por agrupar um conjunto de dados ou informações sobre indivíduos, famílias ou empresas que são observados e acompanhadas ao longo do tempo ou por um período de tempo, são uma fonte rica de informação para a elaboração de estudos científico sobre ciências sociais.

Os dados em painel “*permitem identificar e medir efeitos que não serão pura e simplesmente detetáveis em estudos exclusivamente seccionais ou temporais, bem como construir e testar modelos comportamentais complexos, nomeadamente recorrendo a modelos com desfasamentos distribuídos com poucas restrições*”. Marques (2000:6) Segundo Marques (2000), Duarte et al (2007) e Rita (2003), o modelo de regressão de dados em painel tem a seguinte especificação genérica:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X'_{it} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

com i a designar indivíduos e t a designar o período. O primeiro índice revela a dimensão das observações seccionais, e o segundo a dimensão das series temporais. O tratamento estatístico da informação foi efetuado no software informático STATA 12.

De forma a alcançar os objetivos desta dissertação, optou-se por calcular 4 modelos para cada objeto em estudo neste trabalho de investigação: a rendibilidade do ativo e o financiamento. De seguida procede-se apresentação dos referidos modelos.

Modelo 1: Neste modelo foram incluídas as cinco variáveis independentes associadas às hipóteses 1 a 5 no caso da rendibilidade e às hipóteses 6 à 10 no caso do financiamento. Esta opção resultou de se ter procedido à análise da influência destes fatores sobre as variáveis dependentes com a formalização de hipótese associadas, ao contrário de Paixão (2013) e Vieira (2013) que nos respectivos estudos denominaram estas variáveis controlo. Este modelo vai permitir analisar a relação dessas variáveis

(variáveis independentes) com o ROA e o Endividamento (variáveis dependentes) e é especificado da seguinte forma:

$$\text{Rendibilidade} = \alpha + \beta_1 \text{ dimensão} + \beta_2 \text{ endividamento} + \beta_3 \text{ crescimento} + \beta_4 \text{ idade} + \beta_5 \text{ tangibilidade}$$

$$\text{Endividamento} = \alpha + \beta_1 \text{ dimensão} + \beta_2 \text{ rendibilidade} + \beta_3 \text{ crescimento} + \beta_4 \text{ idade} + \beta_5 \text{ tangibilidade}$$

Modelo 2: Neste segundo modelo mantém-se as cinco variáveis independentes anteriormente mencionadas, incluindo a variável crise associada à hipótese 11. Este modelo vai permitir analisar a forma como a variável crise determina a rendibilidade e o financiamento das empresas. A manutenção das variáveis independentes anteriores permite analisar a robustez dos resultados obtidos. O modelo é expresso da seguinte forma:

$$\text{Rendibilidade} = \alpha + \beta_1 \text{ dimensão} + \beta_2 \text{ endividamento} + \beta_3 \text{ crescimento} + \beta_4 \text{ idade} + \beta_5 \text{ tangibilidade} + \beta_6 \text{ crise}$$

$$\text{Endividamento} = \alpha + \beta_1 \text{ dimensão} + \beta_2 \text{ rendibilidade} + \beta_3 \text{ crescimento} + \beta_4 \text{ idade} + \beta_5 \text{ tangibilidade} + \beta_6 \text{ crise}$$

Modelo 3: Neste modelo 3 introduz-se, relativamente ao modelo 2, as duas variáveis *dummies* associadas à hipótese 12 onde se procura avaliar a influência da classe dimensional sobre o desempenho das empresas e sobre o seu nível de endividamento. Este é expresso da seguinte forma:

$$\text{Rendibilidade} = \alpha + \beta_1 \text{ dimensão} + \beta_2 \text{ endividamento} + \beta_3 \text{ crescimento} + \beta_4 \text{ idade} + \beta_5 \text{ tangibilidade} + \beta_6 \text{ crise} + \beta_7 \text{ pequenas} + \beta_8 \text{ médias}$$

$$\text{Endividamento} = \alpha + \beta_1 \text{ dimensão} + \beta_2 \text{ rendibilidade} + \beta_3 \text{ crescimento} + \beta_4 \text{ idade} + \beta_5 \text{ tangibilidade} + \beta_6 \text{ crise} + \beta_7 \text{ pequenas} + \beta_8 \text{ médias}$$

Modelo 4: Neste modelo introduz-se, relativamente ao modelo 3, introduz-se as variáveis associadas à hipótese 13. As variáveis *dummies* associadas aos sectores de

atividade mais relevantes, onde temos: indústria, construção, vendas, transporte, alojamento e serviço. Este modelo permite analisar a relação do sector de atividade com o desempenho económico / financeiro e o endividamento das empresas e é especificado da seguinte forma:

$$\text{Rendibilidade} = \alpha + \beta_1 \text{ dimensão} + \beta_2 \text{ endividamento} + \beta_3 \text{ crescimento} + \beta_4 \text{ idade} + \beta_5 \text{ tangibilidade} + \beta_6 \text{ crise} + \beta_7 \text{ pequenas} + \beta_8 \text{ médias} + \beta_9 \text{ indústria} + \beta_{10} \text{ construção} + \beta_{11} \text{ vendas} + \beta_{12} \text{ transporte} + \beta_{13} \text{ alojamento} + \beta_{14} \text{ serviço}$$

$$\text{Endividamento} = \alpha + \beta_1 \text{ dimensão} + \beta_2 \text{ rendibilidade} + \beta_3 \text{ crescimento} + \beta_4 \text{ idade} + \beta_5 \text{ tangibilidade} + \beta_6 \text{ crise} + \beta_7 \text{ pequenas} + \beta_8 \text{ médias} + \beta_9 \text{ indústria} + \beta_{10} \text{ construção} + \beta_{11} \text{ vendas} + \beta_{12} \text{ transporte} + \beta_{13} \text{ alojamento} + \beta_{14} \text{ serviço}$$

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste capítulo apresenta-se, numa primeira seção a análise descritiva das variáveis utilizadas neste estudo relativamente à amostra. Na seção seguinte apresentam-se os resultados dos modelos econométricos e sua análise.

4.1. Análise Descritiva

Nesta seção analisa-se a tendência e comportamento dos indicadores económicos e financeiros das empresas portuguesas, através de uma análise descritiva recorrendo à medida estatística da média, com o intuito de apurar se houve impacto nestes indicadores com a ocorrência da crise de 2008. A tabela nº 4.1.1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis consideradas nesta análise.

Tabela 4.1.1-Análise Descritiva por Indicador

Ano	Rend. Ativo	Endividamento	Idade	Dimensão	Tangibilidade	Crescimento
2006	0,051	0,648	20,99	7,906	0,285	1,243
2007	0,056	0,644	21,99	7,992	0,280	0,114
2008	0,049	0,640	22,99	8,026	0,279	0,091
2009	0,040	0,634	23,99	7,961	0,274	0,062
2010	0,040	0,634	24,99	7,992	0,261	0,348
2011	0,024	0,633	25,99	7,949	0,258	0,013
2012	0,004	0,643	26,99	7,845	0,255	-0,014
Total	0,038	0,639	23,99	7,953	0,270	0,265

Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados apresentados na tabela parecem evidenciar uma inversão ao nível da rendibilidade do ativo das empresas ao longo do período em análise com a emergência da crise. Em termos de tendência verificamos um crescimento da rendibilidade nos anos que antecedem o ano de início da crise (2008) e a partir deste momento observa-se uma tendência acentuada de descida da rendibilidade em todos os anos posteriores. De facto, o ano de 2006 começou com valores na ordem dos 5,1%, tendo alcançado os 5,6% no ano seguinte e depois, em 2012, observa-se uma taxa de rendibilidade na ordem dos 0,4%. Deste modo, estes resultados parecem evidenciar que o surgimento da crise económica e financeira no ano 2008 teve um impacto negativo sobre o desempenho das empresas ao nível da rendibilidade do seu ativo.

Em relação ao endividamento total, observa-se uma certa estabilização do nível médio de endividamento das empresas incluídas na amostra durante o período em análise. Isto é, este indicador evidenciou uma volatilidade muito reduzida ao longo dos diversos anos dado os valores do endividamento durante o período rondar os 64%. Os resultados parecem evidenciar, ainda que muito ligeira, uma quebra do endividamento após o ano de 2008. O ano de 2012 parece apontar para um incremento do endividamento das empresas, não sendo possível comprovar se será uma inversão da tendência. Hall et al (2013) observaram um aumento do endividamento das empresas pesquisadas do sector do agronegócio a partir do ano de 2008, sendo justificado com uma maior necessidade de capital de terceiros.

Naturalmente, sendo o número de empresas constante ao longo dos anos do período em análise, a maturidade destas tende a aumentar ao longo desse mesmo período. No final (no ano de 2012) constata-se que as empresas da amostra apresentam uma maturidade média de 27 anos, significando que, em termos globais, as empresas tendem a apresentar um histórico de atividade com alguma relevância em termos de número de anos de atividade acumulados.

Em termos de dimensão, apesar de alguma volatilidade ao longo do período em análise, as empresas presentes na amostra tenderam a manter uma dimensão, em certa medida, constante ao longo deste período. Contudo, os dados da tabela parecem evidenciar que as empresas vinham com uma tendência de crescimento até ao ano de 2008 que foi interrompida a partir deste ano, assistindo-se, nos anos seguintes, a uma diminuição ligeira da dimensão das empresas e alguma volatilidade nesse indicador.

No que diz respeito à variável tangibilidade dos ativos, observa-se uma tendência de diminuição ao longo de todo o período em análise. O peso dos ativos tangíveis relativamente ao ativo total apresentou-se cada vez menor em cada ano da análise. Começou com 29% e terminou com 26%. Este resultado pode evidenciar um menor investimento em novos ativos ou em investimentos de renovação por parte das empresas presentes na amostra. A crise poderá constituir um fator que tenha determinado este comportamento. Esta diminuição do peso dos ativos fixos tangíveis, ou seja, do valor colateral presente nas empresas como eventuais garantias perante credores pode também ter alguma influência no comportamento do rácio do financiamento em capitais alheios anteriormente analisado. Um menor nível de investimento também significa uma menor necessidade de financiamento. A questão

que se coloca é se este comportamento foi voluntário por parte das empresas ou se foi devido a constrangimentos de financiamento junto do mercado financeiro.

Quanto ao nível da variável crescimento, observa-se uma tendência da diminuição da taxa de crescimento das empresas ao longo do período em análise, apesar do ano de 2010 registar uma inversão deste comportamento. De facto, os resultados parecem evidenciar que as empresas tiveram dificuldades em sustentar o seu crescimento, apesar desta taxa se manter sempre positiva, à exceção de 2012. No início do período observa-se uma taxa de crescimento média acima dos 11% e termina em 2012 com uma taxa negativa de 1,4%.

A tabela nº4.1.2 descreve as estatísticas descritivas das variáveis consideradas em relação às classes dimensionais.

Tabela 4.1.2-Análise Descritiva por Classe Dimensional

Ano	Rend. Ativo	Endividamento	Idade	Dimensão	Tangibilidade	Crescimento
Pequena Empresas						
2006	0,051	0,650	19,10	7,353	0,283	0,536
2007	0,056	0,644	20,19	7,415	0,279	0,110
2008	0,048	0,635	21,33	7,432	0,277	0,076
2009	0,040	0,629	22,46	7,372	0,272	0,071
2010	0,036	0,626	23,54	7,387	0,261	0,067
2011	0,020	0,626	24,56	7,339	0,259	0,010
2012	-0,006	0,641	25,69	7,238	0,254	-0,021
Total	0,035	0,636	22,41	7,362	0,269	0,122
Médias Empresas						
2006	0,051	0,639	25,42	8,967	0,298	2,215
2007	0,058	0,640	25,92	9,024	0,292	0,118
2008	0,050	0,645	26,25	9,036	0,291	0,108
2009	0,040	0,639	27,07	8,997	0,286	0,043
2010	0,043	0,645	27,86	9,049	0,267	1,192
2011	0,031	0,642	28,83	9,032	0,265	0,017
2012	0,024	0,638	29,79	9,008	0,263	0,007
Total	0,043	0,641	27,30	9,016	0,280	0,519
Grandes Empresas						
2006	0,055	0,658	27,48	10,910	0,257	6,836
2007	0,061	0,668	28,01	10,972	0,255	0,137
2008	0,048	0,680	29,20	11,017	0,253	0,195
2009	0,048	0,680	29,96	11,004	0,254	0,044
2010	0,067	0,681	30,64	11,020	0,226	0,110
2011	0,046	0,680	31,75	11,017	0,227	0,035
2012	0,038	0,685	32,24	10,992	0,228	-0,013
Total	0,052	0,676	29,90	10,991	0,243	1,014

Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados da tabela parecem evidenciar uma correlação positiva da rentabilidade do ativo com a dimensão das empresas dado as empresas de maior dimensão tenderem a apresentar níveis de rentabilidade superiores comparativamente às empresas de menor dimensão. As pequenas empresas apresentaram uma taxa média global de 3,5%, as médias 4,3% e as grandes 5,2%. As diferenças da rentabilidade média entre as três classes dimensionais parecem evidenciar amplitudes relevantes, logo diferenças significativas. Ambas as classes dimensionais evidenciam o comportamento anteriormente referido. Uma tendência de crescimento até 2008 e depois uma queda acentuada na rentabilidade nos anos seguintes. Contudo, os dados parecem evidenciar que as empresas de menor dimensão estão mais expostas ao efeito da crise dados as classes dimensionais de menor dimensão apresentarem quedas mais acentuadas na taxa de rentabilidade do ativo comparativamente às empresas de maior dimensão. As pequenas empresas começaram com uma taxa de 5% e terminaram com uma taxa de 0,6% negativa, as médias registaram uma variação de 5% para 2,4%, enquanto as grandes empresas passaram de 5,5% para 3,8%. A dimensão parece evidenciar-se como fator determinante de sustentabilidade durante períodos de recessão económica.

Os resultados divergem dos alcançados por Vieira (2013). O autor observou que as empresas de média dimensão, apesar de serem as últimas a sentirem o impacto da crise, foram as mais afetadas numa proporção de quase 9%. O autor também verificou este impacto da crise sobre a rentabilidade das empresas.

Em relação ao endividamento, os resultados também parecem evidenciar correlação positiva da dimensão com o nível de endividamento. As empresas pertencentes às classes de maior dimensão tendem a apresentar um nível médio de endividamento superior comparativamente às empresas das classes de menor dimensão. As pequenas apresentam um endividamento médio de 63%, as médias de 64% e as grandes de 68%. Em termos da tendência, as grandes empresas tenderam aumentar o nível médio do endividamento, enquanto as restantes registaram quebras no nível de endividamento. Estes resultados parecem evidenciar a maior facilidade de acesso e obtenção de crédito das grandes empresas e maiores constrangimentos no caso das empresas de menor dimensão conforme evidenciado na literatura financeira (Bhaird e Lucey, 2010).

Os resultados do nosso estudo convergem de modo parcial com os observados por Vieira (2013). O autor observou que a crise afeta as fontes de financiamento das

empresas, independentemente da sua dimensão. Contudo, também concluiu que as grandes empresas, apesar de confirmarem a mesma tendência de diminuição do nível de alavancagem, nestas ocorrem de uma forma menos expressiva (diminuição de 64% em 2004 para 60% em 2011).

Também se verifica uma correlação positiva da maturidade com a dimensão. As maiores empresas tendem a apresentar uma maior maturidade comparativamente às empresas de menor dimensão, podendo se revelar, neste aspeto, a problemática do ciclo de vida das empresas.

São as médias empresas a apresentar maiores níveis médios de ativos tangíveis, seguindo-se as pequenas e depois as grandes. Contudo, observa-se uma correlação positiva da dimensão com as taxas de crescimento revelando que as maiores empresas poderão deter maior capacidade de crescimento e fazer face à crise.

A tabela nº4.1.3- aborda as estatísticas descritivas das variáveis consideradas pelo sector de atividade.

Tabela 2.1.3-Análise Descritiva por Setor de Atividade

Ano	Rend. do Ativo	Endividamento	Idade	Dimensão	Tangibilidade	Crescimento
Sector Industrial						
2006	0,046	0,628	22,50	7,79	0,324	0,690
2007	0,052	0,628	23,50	7,88	0,314	0,100
2008	0,046	0,622	24,50	7,90	0,312	0,071
2009	0,033	0,620	25,50	7,81	0,307	0,039
2010	0,036	0,624	26,50	7,86	0,296	0,084
2011	0,021	0,625	27,50	7,86	0,293	0,010
2012	0,012	0,631	28,50	7,80	0,289	0,002
Total	0,035	0,625	25,50	7,84	0,305	0,142

Sentor de Construção						
2006	0,051	0,682	17,02	7,54	0,170	0,130
2007	0,059	0,674	18,02	7,64	0,168	0,132
2008	0,057	0,669	19,02	7,72	0,165	0,138
2009	0,053	0,656	20,02	7,70	0,160	0,069
2010	0,038	0,658	21,02	7,68	0,153	0,073
2011	0,015	0,655	22,02	7,56	0,146	0,003
2012	-0,035	0,669	23,02	7,33	0,147	-0,062
Total	0,034	0,666	20,02	7,59	0,158	0,069
Sector de Vendas						
2006	0,055	0,651	21,79	8,38	0,222	0,359
2007	0,508	0,646	22,79	8,45	0,220	0,098
2008	0,052	0,639	23,79	8,46	0,220	0,066
2009	0,046	0,625	24,79	8,40	0,221	0,042
2010	0,044	0,625	25,79	8,43	0,216	0,063
2011	0,026	0,620	26,79	8,35	0,217	-0,003
2012	0,092	0,623	27,79	8,23	0,217	-0,020
Total	0,042	0,633	24,79	8,39	0,219	0,086
sector de Transporte						
2006	0,036	0,714	24,65	8,21	0,359	0,965
2007	0,045	0,714	25,65	8,31	0,365	0,147
2008	0,031	0,717	26,65	8,36	0,363	0,060
2009	0,033	0,707	27,65	8,28	0,347	0,057
2010	0,033	0,705	28,65	8,35	0,317	0,612
2011	0,021	0,709	29,65	8,36	0,310	0,164
2012	0,015	0,726	30,65	8,31	0,295	-0,001
Total	0,031	0,713	2,76	8,31	0,337	0,231
Sector de Alojamento						
2006	0,050	0,609	19,99	7,00	0,512	0,153
2007	0,052	0,608	20,99	7,10	0,509	0,128
2008	0,030	0,623	21,99	7,12	0,510	0,104
2009	0,031	0,623	22,99	7,08	0,499	0,053
2010	0,021	0,604	23,99	7,07	0,497	0,095
2011	0,010	0,629	24,99	7,06	0,498	-0,003
2012	-0,058	0,687	25,99	6,94	0,496	-0,028
Total	0,019	0,626	22,99	7,06	0,503	0,072
Sector de Serviços						
2006	0,075	0,678	16,21	7,87	0,242	0,560
2007	0,083	0,671	17,21	7,99	0,237	0,161
2008	0,073	0,670	18,21	8,07	0,230	0,188
2009	0,054	0,687	19,21	8,03	0,227	0,067
2010	0,054	0,691	20,21	8,02	0,208	0,080
2011	0,051	0,672	21,21	7,97	0,205	0,013
2012	0,019	0,687	22,21	7,81	0,197	0,010
Total	0,058	0,679	19,21	7,97	0,221	0,874

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme referido nos capítulos anteriores, o sector de atividade determina algumas características específicas das empresas influenciando o seu comportamento e a sua performance, entre outros aspetos. Assim, importa realizar uma análise por sector de atividade. Os resultados obtidos na tabela permitem verificar que, entre os sectores de atividade estudados, o que apresentou uma maior rendibilidade dos ativos é o sector dos serviços com cerca de 5,8%, seguindo-se o sector das vendas com cerca de 4,2%. O sector que menor capacidade apresentou para gerar resultados foi o comércio com valores a rondar 1,9%.

Ao nível da tendência durante o período em análise, também se observou, em todos os sectores, o crescimento da rendibilidade nos dois primeiros anos e quebras nos anos seguintes. Neste sentido, entre os setores estudados, verifica-se que a indústria e os transportes foram os setores que menor quebra evidenciaram durante o período da crise, considerando as oscilações nas rendibilidades de 2009 a 2012. Os tantos setores apresentaram um comportamento similar, ao nível da amplitude da quebra da rendibilidade mas os setores do alojamento e da construção foram os únicos a registar rendibilidades negativas.

Quanto ao nível do endividamento observou-se que o sector a apresentar um maior nível foi os transportes com cerca de 71,3%, seguindo-se os serviços com cerca de 67,9% e o sector com o menor nível de endividamento foi o industrial com 62,5%. Também se verificou alterações muito semelhantes ao nível da tendência entre os sectores analisados.

Ao nível da maturidade, verificou-se que os sectores da construção e dos serviços apresentaram uma menor maturidade, 23 e 22 anos, respetivamente. Tendo o sector dos transportes apresentado a maior maturidade das suas empresas (30 anos), seguindo-se a indústria com 29 anos.

Os sectores da Vendas e dos Transportes apresentaram as empresas com a maior dimensão média. As empresas de menor dimensão média ocorreram nos sectores da construção e do alojamento. O sector do alojamento foi onde as empresas apresentaram o maior peso médios dos ativos tangíveis com 50% do ativo, seguindo-se os transportes com 34%. É na construção onde estes ativos são menos relevantes onde representaram apenas 16% do ativo. Observou-se uma volatilidade relevante, ao nível da taxa de crescimento, entre e dentro dos diversos sectores analisados.

4.2. Análise dos modelos.

Nesta seção apresenta-se os resultados dos modelos econométricos estimados e respetiva análise. Na primeira parte analisa-se os resultados e as hipóteses relativas aos modelos da rendibilidade, seguindo-se a análise dos modelos relativos ao endividamento. A tabela abaixo representa os resultados alcançados com a aplicação dos modelos de regressão para a rendibilidade.

Tabela 4.2.1-Modelo de Regressão para Rendibilidade do Ativo.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Dimensão	0,018 35,40***	0,017 34,09***	0,023 34,02***	0,025 34,75***
Endividamento	-0,021 -104,45***	-0,210 -104,72***	-0,209 -104,15***	-0,020 -104,06***
Crescimento	3,10e-06 0,12	-2,83e-06 -0,11	-6,55e-07 -0,03	-2,59e-06 -0,10
Idade	-0,001 -32,77***	-0,001 -27,92***	-0,001 -27,22***	-0,001 -26,47***
Tangibilidade	-0,024 -7,62***	-0,029 -9,22***	-0,026 -8,18***	-0,029 -8,58***
Crise		-0,021 -23,34***	-0,021 -23,15***	-0,021 -23,22***
Pequena			0,043 11,26***	0,054 13,52***
Média			0,024 7,11***	0,030 8,73***
Industria				-0,002 -0,80
Construção				-0,003 -1,03
Venda				-0,015 -5,18***
Transporte				0,004 1,01
Alojamento				0,009 0,23
Outros Serviço				0,021 4,95***
Constante	0,071 15,73***	0,085 18,75***	0,001 0,18*	-0,018 -2,09**
Within	0,172	0,176	0,177	0,174
Between	0,212	0,212	0,216	0,220
Overall	0,155	0,160	0,163	0,165

O coeficiente é estatisticamente significativo para um nível de 10% (*), 5% (***) e 1% (***).

Os resultados dos quatro modelos permite verificar uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o fator dimensão e a rentabilidade do ativo. De fato, este fator apresenta-se em todos os modelos significativo, mantendo o sinal da relação. Este resultado permite comprovar a hipótese nº 1. As empresas de maior dimensão, mantendo-se os restantes fatores constantes, tendem a apresentar uma melhor performance ao nível da rentabilidade do ativo comparativamente às empresas de menor dimensão. A análise descritiva, anteriormente realizada, também tinham evidenciado este comportamento. Este também foi obtido por Vogt *et al* (2014), que justificou a relação com o argumento de que a maior dimensão da empresa implica um melhor desempenho organizacional por estas empresas serem mais eficientes no uso de seus ativos afetando positivamente o desempenho operacional.

No caso do endividamento, todos os modelos apresentam uma relação negativa e estatisticamente significativa deste fator com a rentabilidade do ativo, comprovando a hipótese 3. As empresas com maiores níveis de endividamento, mantendo-se os restantes fatores constantes, apresentam menores níveis de rentabilidade do seu ativo. Vieira (2013) justifica esta relação com o argumento de que as empresas com maiores níveis de rentabilidade conseguem gerar uma maior acumulação de fundos gerados internamente (autofinanciamento) e uma menor necessidade de recorrer ao endividamento para financiar as suas atividades. A teoria da seleção hierárquica da estrutura de capitais, anteriormente referida, preconiza uma preferência dos responsáveis das empresas pelos fundos gerados internamente comparativamente ao uso de dívida.

No que diz respeito ao fator maturidade todos os modelos apresentam uma relação negativa e estatisticamente significativa deste fator com a rentabilidade do ativo. Neste caso não permite comprovar a hipótese 2 onde se preconiza uma relação positiva da maturidade com a rentabilidade, tal como referido por Vogt *et al* (2013). Segundo os autores, uma maior maturidade implica um maior desempenho organizacional. Contudo, os resultados obtidos nos modelos econométricos deste trabalho de investigação foram obtidos por Loderer e Waelchli (2010). Estes autores obtiveram evidências de o envelhecimento da empresa leva a um declínio da rentabilidade justificando a mesma com os seguintes dois argumentos: i) o envelhecimento das empresas leva a um incremento da rigidez organizacional que pode originar o aumento dos custos, desaceleração do crescimento, ativos tornarem-se obsoletos, diminuição do investimento e do I&D; ii) a maior maturidade da empresa significar uma maior

maturidade dos seus responsáveis que adotem uma postura mais de inércia e conformismo em relação aos resultados.

O fator taxa de crescimento apresenta nos modelos uma relação negativa com a rentabilidade (exceto modelo 1), não sendo estatisticamente significativa em todos os modelos. Desta forma, não se comprova a hipótese 4 onde se esperava uma relação positiva com a rentabilidade. No entanto, Vogt *et al* (2013) também obtiveram uma relação negativa. Assim, neste trabalho de investigação e na relação da taxa de crescimento com a rentabilidade corrobora-se o resultado e os argumentos destes autores.

Os modelos evidenciam uma relação negativa e estatisticamente significativa da tangibilidade com a rentabilidade comprovando a hipótese 5 e os argumentos de Abbas *et al* (2013) e Campello (2007) de que as empresas com maiores ativos tangíveis apresentam problemas relacionadas com o endividamento, economias de escala e eficiência que afeta a sua rentabilidade.

Os resultados dos modelos 2, 3 e 4 evidenciam uma relação negativa e estatisticamente significativa da crise com a rentabilidade do ativo, mantendo-se todos os restantes fatores constantes, conforme evidenciado na análise descritiva. A manutenção do sinal e da relevância estatística ao longo dos três modelos evidencia uma robustez da relação obtida. Estes resultados permitem comprovar a hipótese 11A de que a crise levou a uma diminuição, estatisticamente relevante, da rentabilidade das empresas conforme os resultados e os argumentos de Vieira (2013).

Os resultados dos modelos 3 e 4 apresentam uma relação positiva e estatisticamente significativa das dummies associadas às classes dimensionais de menor dimensão (pequenas e médias). Estes resultados não permitem comprovar a hipótese 12A onde se preconizava uma relação negativa de acordo com a revisão da literatura. Desta forma, estes resultados mostraram-se contrários aos evidenciados pela análise descritiva onde se observou uma correlação positiva da rentabilidade com a dimensão. Contudo, estes resultados estão em consonância com os obtidos por Paixão (2013) que também analisou os determinantes da rentabilidade de uma amostra de empresas portuguesas. Os resultados obtidos no seu estudo evidenciaram que mantendo todas as variáveis de controlo constantes, as micros e as pequenas empresas tendiam a apresentar um melhor desempenho financeiro comparativamente às outras empresas. Puga (2002) também obteve evidências de um melhor desempenho das empresas de menor dimensão

e refere diversos trabalhos de investigação que também comprovaram este comportamento.

Os resultados do modelo 4 permitem algumas evidências de comprovação da hipótese 13A ao observa-se algumas dummies associadas aos sectores de atividade estatisticamente significativas e de sinais contrários. O sector de atividade parece constitui um fator determinante da rendibilidade do ativo. Em particular, observa-se a significância estatística dos setores dos serviços e das vendas, tendo apresentado sinais contrários. Neste sentido, existem sectores de atividade que promovem uma maior rendibilidade e outros que condicionam essa mesma rendibilidade. Paixão (2013) também comprovou a influência do setor de atividade sobre o desempenho económico-financeiro das empresas. Neste caso, verificou que as empresas do sector da indústria e da construção tendem a apresentar um pior desempenho comparativamente às outras empresas, mantendo-se os fatores de controlo constantes.

A tabela nº 4.2.2- apresenta os modelos de regressão para o endividamento total. Os resultados obtidos em todos os modelos permitem comprovar a hipótese 6 ao obter-se uma relação positiva e estatisticamente significativa da dimensão com a dívida total. A maior dimensão da empresa significa uma maior acessibilidade dos recursos financeiros e aos mercados financeiros dado o seu menor nível de risco (maior a diversificação do negócio), menor assimetria de informação, entre outros aspetos conforme os argumentos de Psillaki e Daskalakis (2009).

A relação negativa e estatisticamente significativa do fator rendibilidade com o endividamento comprova a hipótese 7. Este resultado é consistente com as referências da literatura financeira, em particular, de Tristão e Dutra (2012:313) que afirmam que *“quanto maior for a rendibilidade da empresa, menor será seu endividamento, pois empresas mais rentáveis adquirem maior capacidade de se autofinanciarem”*.

A relação positiva da taxa de crescimento com o endividamento não se revela estatisticamente significativa. Contudo, o sinal da relação está de acordo com o preconizado na hipótese 8: quanto maior for o crescimento da empresa maior será a necessidade de financiamento para fazer face a esse crescimento, logo, incrementando o nível de dívida da empresa. Os resultados estão de acordo com as conclusões de Cressy e Olofsson (1997), Hogan e Hutson, (2005), citados por Bhaid e Lucey (2010), de empresas com elevadas taxas de crescimento e financiamento interno insuficiente é de recorrer ao financiamento externo. Segundo Michaelas et al. (1999), citado Psillaki e Daskalakis (2009), o crescimento vai empurrar as empresas para a procura de

financiamento externo, porque as empresas com elevadas oportunidades de crescimento são mais propensas a esgotar recursos internos e exigir capital adicional.

A relação negativa e estatisticamente significativa da maturidade da empresa (idade) com a dívida comprova a hipótese 9 e os argumentos de Ramalho e Silva (2011:624) “das empresas mais velhas tenderem a acumular maiores lucros e, portanto, requerem menos financiamento externo”.

Tabela 4.2.2-Modelos de Regressão para o Endividamento Total

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Dimensão	0,012 8,80***	0,011 8,12***	0,007 5,02***	0,007 4,54***
Rendibilidade	-0,542 -108,48***	-0,545 -108,76***	-0,544 -108,40***	-0,0543 -108,30***
Crescimento	0,0003 1,06	0,0003 0,99	0,0003 1,00	0,0003 0,94
Idade	-0,003 -25,59***	-0,003 -20,65***	-0,003 -20,79***	-0,003 -20,39***
Tangibilidade	0,029 4,37***	0,024 3,64***	0,023 3,52***	0,028 4,09***
Crise		-0,009 -7,29***	-0,009 -7,32***	-0,009 -7,37***
Pequena			-0,035 -4,44***	-0,034 -4,30***
Média			-0,027 -3,81***	-0,026 -3,63***
Industria				0,003 0,40
Construção				0,033 3,14***
Venda				0,012 1,28
Transporte				0,090 6,43***
Alojamento				-0,010 -0,78
Serviço				0,049 3,55***
Constante	0,641 55,36***	0,645 55,63***	0,703 40,25***	0,690 35,52***
Within	0,150	0,151	0,151	0,151
Between	0,156	0,167	0,167	0,171
Overall	0,146	0,149	0,150	0,154

O coeficiente é estatisticamente significativo para um nível de 10%, (*), 5,0% (***) e 1,0% (***).

Os ativos tangíveis apresentam uma relação positiva e estatisticamente significativa com o endividamento em todos os modelos, comprovando a hipótese 10. As empresas que usam maiores ativos fixos na sua atividade alcançam maiores níveis de endividamento dado o efeito do valor colateral destes ativos, servem de garantia perante credores conforme refere Tristão e Dutra (2012).

Os modelos 2, 3 e 4 evidenciam uma relação negativa do fator crise com o nível de endividamento comprovando a hipótese 11B. Tal como esperado, a crise financeira tem um impacto negativo no endividamento das empresas. Os resultados são convergentes com as conclusões de Vieira (2013) que observou um impacto negativo da crise financeira no rácio de endividamento. Este resultado sugere que a oferta de crédito diminuiu consideravelmente com o início da crise, tal como, reportado na análise descritiva.

No que se refere aos resultados do modelo 3 e 4, no que concerne ao estudo do fator classe dimensional, constata-se uma relação negativa e estatisticamente significativa das dummies associadas às pequenas e médias empresas com o nível de endividamento. Estes resultados comprovam a hipótese 12B e os respectivos argumentos da literatura financeira. Vieira (2013) concluiu que o efeito da crise na diminuição do crédito disponível é menor nas empresas de maior dimensão o que vai mais uma vez de encontro com as conclusões da análise descritiva.

No modelo 4 analisa-se a relevância do fator sector de atividade na determinação do nível de endividamento das empresas da amostra. Os resultados permitem comprovar a hipótese 13B da relevância deste fator na influência da decisão de financiamento. Neste âmbito, observa-se que todos os sectores com exceção ao de alojamento apresentam uma relação positiva e estatisticamente significativa com o nível de endividamento. As empresas presentes nestes sectores tenderão a apresentar maiores níveis de endividamento comparativamente às empresas presentes em outros sectores.

5. CONCLUSÃO, LIMITAÇÕES E LINHAS PARA FUTURAS INVESTIGAÇÕES.

O ano de 2008 é caracterizado pela emergência da crise nos mercados financeiros. Este período é caracterizado por problemas nos mercados financeiros mundiais resultando na perda de confiança dos investidores, na falta de liquidez dos bancos, na redução da atividade das empresas afetando os agregados familiares e a economia, em geral.

Portugal foi um dos países da Europa que foi severamente afetado pela crise. De tal forma que houve necessidade de solicitar ajuda externa internacional. No âmbito deste pedido de ajuda e para resolver o problema do seu défice económico, o país teve necessidade de implementar um conjunto de medidas e políticas que tinham como objetivo contrapor os efeitos nefastos provocado pela crise e promover uma recuperação económica.

O presente estudo teve como objetivo analisar o impacto da crise de 2008 no desempenho económico e financeiro das empresas portuguesas, em particular, ao nível da rentabilidade e da decisão de financiamento. De forma a alcançar este objectivo foi realizada uma análise descritiva e a utilização da metodologia econométrica da regressão com dados em painel para estudar o impacto da crise no desempenho de uma amostra de empresas portuguesas período de 2006 a 2012. Em relação a esta amostra foi obtido um conjunto de indicadores económicos e financeiros que em conjunto com as metodologias anteriormente referidas permitiram obter um conjunto de conclusões.

No contexto do desempenho económico e financeiro, os resultados obtidos permitiram concluir que a crise de 2008 afetou o desempenho das empresas portuguesas ao observar-se uma diminuição na rentabilidade dos ativos em função da crise instalada. Este resultado permitiu comprovar as hipóteses formuladas. Em função da análise descritiva observa-se ainda que são as pequenas empresas as que mais sentiram o impacto da crise financeira e, entre os setores de actividade, os mais afetados foram os do alojamento e os da construção, resultados que divergem dos alcançados por Vieira (2013).

No contexto do nível do endividamento verificou-se que as empresas portuguesas diminuíram o seu nível de endividamento no período da crise, fruto dos choques na oferta de crédito verificados neste período. Resultado este que se revela consistente com o obtido por Vieira (2013) e contraditório ao de Hall *et al* (2013). Os

resultados obtidos permitiram comprovar as hipóteses formuladas. Observa-se, também que entre as classes dimensionais, as que mais sentiram os efeitos da crise foram as empresas de pequena dimensão, com maior tendência de decréscimo no período pós crise e o sector que apresentou menor nível de endividamento foi o sector da indústria.

Este trabalho apresenta algumas limitações. A primeira limitação é o factor de apenas se ter utilizado dados financeiros obtidos das demonstrações financeiras. A obtenção adicional de outro tipo de dados, como por exemplo, as opiniões dos gestores através da realização de inquéritos poderia permitir uma maior clarificação da influência da crise sobre o desempenho das empresas e sobre o processo de decisão. Outra limitação é o fato da base de dados que não dispor de informações sobre empresas do sector financeiro, uma vez que a crise teve início na esfera financeira.

No contexto das futuras linhas de investigação sugere-se o alargamento deste estudo a outras economias ou países, por exemplo, Angola. Uma outra sugestão seria a realização de uma investigação que visa-se analisar o impacto da crise no risco das empresas de forma a perceber como este factor determinou risco do mercado. Uma outra, seria a realização de um estudo similar com o objetivo de analisar o impacto da atual crise na decisão de investimento. Este estudo permitiria observar o comportamento dos gestores face as decisões de investimento quando confrontados com as dificuldades intrínsecas à atual crise.

6. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

Abbas, M. 2013. “Determinantes do Crescimento Económico em Moçambique no Período 2000 – 2010”. Em *Economia Moçambicana 2001 – 2010: um mix de populismo económico e mercado selvagem*

Almeida, H., Campello, M., Laranjeira, B., e Weisbenner, S. (2009). Corporate Debt Maturity and the Real Effects of the 2007 Credit Crisis. *National Bureau of Economic Research*. and personal taxation, *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.

Angonese, R., Santos, P.S.A, Lavarda, C.E.F (2010). Valor Económico Agregado (VEA) e Estrutura de Capital em Empresas do IBRX 100. *XIII SEMEAD Seminários em Administração*.

Aquegawa, H. P., Souza, E. S. (2010). Sustentabilidade Financeira a Partir dos Índices de Liquidez e Ciclo Financeiro : Uma Análise Setorial do Portofolio ISE Frente a Crise de 2008. *10º congresso USP de controladoria e contabilidade*.

Batista, A. F., Siqueira, B. S., Novaes, J. F., Figueiredo, D. M. (2005) Estrutura de Capital: Uma estratégia para o endividamento ideal ou possível. In: *XXV Encontro Nac. De Eng. De Produção –ENEGEP*. Porto Alegre.

Bernanke, B. S. (2008). Gestão de Risco em Instituições Financeiras No Federal Reserve Bank of Chicago. *Conferencia Anual sobre a Estrutura do Banco e da Concorrência, Chicago Illinois*.

Bhaird, S.M & Lucey, B. (2010). Determinants of Capital Structure in irish SMEs. *Small Bus Econ*.

Bonilla, C. A., Sepulveda, J., Carvajal, M. (2010). Family ownership and Firm Performance in Chile: A note on Martinez et al.’s evidence. *Family Business Review*, 148-154.

Booth, L. Aivazian, V., Demirgüç-Kunt, A., Maksimovic, V. (2001). Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 87-130

Brennan, M. J. & Schwartz, E. S. (1978). Corporate Income taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure. *The journal of business*. 103- 114.

Caldas, J. C. (2013). *O Impacto das Medidas Anti-crise e a Situação Social e de Emprego Portugal*. Comité Económico e Social Europeu.

Campello, M. (2007). Asset Tangibility and Firm Performance under External Financing:Evidence from Product Markets. University of Illinois & NBER.

Cardote, L. F. R., (2009) A Crise Económica de 2008: A Interdependência Económica as Mudanças no Regime Financeiro Internacional. *Revista de Direito da Unigranrio*.

Carilho, J. M., Laureano, L., Pimentel, L.V. e Prates, M. L. (2005). *Elementos de Análise Financeira- Casos práticos*. Editor Publisher Team.

Carvalho, J. E. (2011). *Gestão de Empresas- princípios fundamentais*. 2ª edição, editora Silabo Lda, Lisboa.

CE, Brussels European Council (2008) - Presidency Conclusions.

Costa, C.S. (2012). Economia Portuguesa: Garantir Estabilidade para Alicerçar um Crescimento Sustentado. *Banco de Portugal*.

Couto, G., & Ferreira, S. (2010). Os Determinantes da Estrutura de Capital de Empresas do PSI 20. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 26-38.

DeAngelo, H. & Massulis R.W. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *The Journal of Finance Economic*. 3-29.

Dias, C. P. S. (2012), *Estrutura de Capital e Determinantes da Rendibilidade das Empresas do Distrito de Santarém*. Dissertação de mestrado- Instituto Politécnico de Tomar

Dolenc, P., Grum, A., Laporsek, S. (2012). The Effect of Financial/Economic Crisis on Firm Performance in Slovenia – a Micro Level, Difference-in-Differences Approach. *Montenegrin Journal of Economics*.

European Commission (2003). *SMEs in Europe 2003, Observatory of European SMEs*, 7th report.

European Commission (2009). *Commission Staff Working Document on the Implementation of Commission Recommendation of 6 May 2003 Concerning the Definition of Micro, Small and Medium-sized Enterprise*. Brussels.

Farinha, L. & Felix, S. (2014). Uma Análise de Restrições de Financiamento às PMEs Portuguesas. *Estabilidade Financeira*.

Fernandes, C., Peguinho, C., Vieira, E., Neiva, J. (2012). *Análise Financeira- Teoria e Prática Aplicação no Âmbito do SNC*.

Fortin, M. F., Côté, J. E., Fillion, F. (2009). *Fundamentos e Etapas do Processo de Investigação*. Editora Lusodidacta Lisboa.

Freixo, M. J. V. (2010). *Metodologia Científica: Fundamentos Métodos e Técnicas* (2ª edição). Lisboa: Editora Instituto Piaget.

Garnacho, A. D. C. (2013). *Determinantes da Rendibilidade dos Capitais Próprios de Empresas do índice Euronext 100*. Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico de Bragança,.

Gartner, I. R.; Garcia, F. G. (2005) Criação de Valor e Estratégias de Operações: um Estudo do Setor Químico e Petroquímico Brasileiro. *Gestão de Produção*, 459-468.

Gedajlovic, E.R. & Shapiro D.M. (1998). Management and Ownership Effects: Evidence From Five Countries. *Strategic Management Journal*, 533-553.

Gehardt, T. E. e Silveira, D. T. (2009). *Método de Pesquisa*. 1ª edição, editora UFRGS. Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Gil, A. C (2000). Como Elaborar Projetos de Pesquisa. 4º ed. Atlas editora. São Paulo. Gil, A. C (2002a). Como Elaborar Projetos de Pesquisa. 5º ed. Atlas editora. São Paulo

Hall, G. C, Hutchinson, P.J & Michaelas, N. (2000), "Industry Effects on the Determinants of Unquoted SMEs' Capital Structure. *International Journal of the Economics of Business*, 297-312.

Hall, G.C., Hutchinson, P.J. & Michaelas, N. (2004a), Determinants of the Capital Structures of European SMEs, *Journal of Business Finance & Accounting*, 711-728.

Hall, R. J., Beck, F., Filho J. R. T. (2013). Análise do Impacto da Crise Subprime nas Empresas do Agronegócio Brasileiro Listadas na BM&FBovespa. *Custo e @gronegócio*.http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_report_2009_en.pdf.

Heyman, , D., Deloof, M. e Ooghe, H., 2008, The Financial Structure of Private Held Belgian Firms, *Small Business Economics*, 30, 301-313.

IACEP (2014). Revista Portugalglobal.

Leitão L. (2014). *Para uma Cidadania Financeira Responsável: O Contributo do Plano nacional de Formação Financeira*. Comunicação no Âmbito da Conferencia em Importância da Literacia Financeira no processo Formativo dos Jovens. Realizada no Instituto Politécnico de Setúbal em 28 de Maio de 2014.

Jensen, C. M. & Meckling H.W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 305-360.

Kraus, A. & Litzenberg, R. (1973), A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage, *Journal of Finance*, 28, 911-920.

Kronbauer, C. A., Tonidandel, M. C., Seibel, V., Junior, C. R. S., pires, M. (2013). Estrutura de Capital de Empresas do Agronegócio: Análise do Endividamento Geral e Financeiro no Período de 2004 a 2011. *ABCustos Associação Brasileira de Custos*.

Kockar, R., 1997, Strategic Assets, Capital Structure, and Firm Performance, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 23-36.

Krugman, P. (2009). *A crise de 2008 e a Economia da Depressão*. 4. ed. Rio de Janeiro, editora Elsevier.

Leão, L. C. G. (2014). A Determinação do Custo Médio Ponderado do Capital em Mercados Recessivos e Instáveis. *VIII Congresso Internacional de CustosUruguai*.

Lungo, D. I. M., alves, M. T. V. D. (2013). Utilidade da Informação Financeira na Tomada de Decisão- A Percepção de Gestores de PMEs de Luanda e de Lisboa. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, p. 107-133.

Madrigal, B. E. B. (2012). *Sistema de Indicadores de Gestão para Monitorização Estratégica*. Dissertação de mestrado- Instituto Politécnico de Bragança.

Marques, D. L. (2000). Modelos Dinâmicos com Dados em Painel: Revisão de Literatura. *Centro de estudos Macroeconómicos e Previsão, faculdade de Economia do Porto*.

Martinez, J., Storhr, B. Quiroga, B. F. (2007). Family Ownership and Firm Performance: Evidence From Companies in Chile. *Family Business Review*, 83-94.

Martins, A. (2004). *Introdução a Análise Financeira de Empresas*. 2ª edição, Porto.

Martins, J. & Santos, G. (2002). *Metodologia da Pesquisa Científica*. Rio de Janeiro: editora grupo palestra.

Matias, F. J. F. (2012). *Impacto da Gestão do Risco nas Instituições Financeiras - O caso da banca portuguesa*. Dissertação de mestrado-Instituto Politécnico de Setúbal.

Matijascic, M., Acioly, L., Chernavsky, E., Piñon, M., Leão, R. (2009) Diagnóstico do Cenário Internacional e Desdobramentos da Crise Atual a Curto e Médio Prazos. *IPEA. Instituto de Pesquisa Económica e Aplicada*.

Mazzucchelli, F. 2008. A Crise em Perspectiva: 1929 e 2008. *Novos Estudos* 82: 57-66.

Michaelas, N., Chittenden, F. and Poutziouris, P. (1999), Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company panel data, *Small Business Economics*, 12, 113-130.

Miller, E.M. (1977). Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion. *The Journal of Finance*.

Miura, M. N., Marcon, R., e Sousa, M. J. B. (2011) A Crise Global e seus Impactos no Desempenho do Índice de Sustentabilidade Empresarial- ISE e do Índice Bovespa – Ibovespa. *XXXI Encontro Nacional de Engenharia de Produção*.

Modigliane, F. & Miller, M. H. (1958). The cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. 48, 261-296.

Modigliane, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and cost of Capital: *The American Economic Review*, 437-447.

Moller, h. D. M. & Vital, T. (2013). Os Impacto da Crise Financeira Global 2008/09 e da Crise na área de euro desde 2010 sobre a balança comercial Brasileira. *RACEF. Revista de Administração, Contabilidade e Economia da fundasse*.

Myers, S.C. (1977), "Determinants of Capital Borrowing", *Journal of Financial Economics*. 5, 147-175.

Nabais, C. & Nabais, F. (2011a). *Prática Financeira I: Análise Económica e Financeira*. Lidel-edições técnica, Lda; 7ª edição, Lisboa.

Neto, A. A. (2003) *Finanças Corporativas e Valor*. São Paulo: Atlas.

Neto, D.M. (2012). 1929: A Grande Crise. *Revista Científica FacMais*, P189.

Neves, J. C. (2000). *Análise Financeira- Volume I Técnicas Fundamentais*. 12ª edição, editor texto editora, Lda.

Neves, J. C. (2012). *Análise e Relato Financeiro – Uma visão integrada da gestão*. 5ª edição, Lisboa.

Oreiro, J. L. (2011, 13 de Setembro). Origem, Causas e Impacto da Crise, 16.

Patrícia, S. & Silva, G. (2011). *Desempenho das empresas estrangeiras e domésticas durante crises*. Dissertação de mestrado -Universidade de Aveiro.

PEC- 2008-2011 (revisão de Janeiro de 2009), Programa de Estabilidade e Crescimento 2009-2009 (atualização de Janeiro de 2009), Republica Portuguesa.

Pereira, L. C. B. (2009). A Crise Financeira de 2008, *Revista de Economia Política*. 133-149.

Pereira, L. C. B. (2010). *A Crise Financeira Global e Depois: um novo capitalismo?*

Pestana, M. H, Gageiro, J. N. (2005). Descobrimo a Regressão com a Complexidade do SPSS. 1ª ed, editora Silabo, Lisboa.

Pimentel, R. C., Braga, R., Nova, S. P. C. C. (2005). Interação entre Rendibilidade e Liquidez: Estudo Exploratório. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 83.

Portugal Economia- A Crise Financeira de Portugal. Atualizado em: 20/09/13 <http://www.portugues.rfi.fr/geral/20120918-crise-financeira-portugal>.

Psillaki, M. & Daskalakis, N. (2009) Are the Determinants of Capital Structure Country or Firm Specific? Accepted: *Small Bus Econ*, 33:319–333.

Puga, F. P.(2002). *O Apoio Financeiro às Micro, Pequenas e Médias Empresas na Espanha, no Japão e no México*, publicado no BNDES (Banco Nacional do Desenvolvimento), disponível em:

Rajan, R.J. and Zingales, L. (1995), What do we Know About Capital Structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.

Ramalho, J. J. S. S., Jacinto V. (2011). A Two-part Fractional Regression Model for the Financial Leverage Decisions of Micro, Small, Medium and Large Firms. *Quantitative Finance*, 9, 363-382.

Ramos, J. P. C. (2012). Importância do Financiamento nas Empresas Portuguesas em Ciclo de Contração Económica. Dissertação de mestrado- Universidade Técnica de Lisboa.

Ribeiro, N. A. B e Jorge, S. M. F. (2011). *Fatores Determinantes do Endividamento do Município do Alto Trás-os-Montes*. Editora Associação dos Institutos Superiores de Contabilidade e Administração.

Rita, S. M. R. (2003). As teorias da Estrutura de Capitais: Evidência Empírica das Empresas Portuguesas. Dissertação de mestrado - Universidade de Évora.

Rita, S. (2013a). The Importance of the Generation and Size Category Factors in the financing Decision of Family Owned Firms. *Revista de Empresas Familiares*, 59-80.

Rocha, I., Hein, N., Kroenke, A. (2011). Entropia da Informação em Indicadores Económico- Financeiros das Empresas Pertencentes ao Sector Económico Materiais Básico. *XIV SEMEAD Seminário em Administração*.

Schnorrenberger, A. (2008). *Decisões de endividamento e risco financeiro nas companhias brasileiras do agronegócio listadas na Ibovespa*. Tese doutorado- Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Cunha, L. (2012) *O Impacto da Crise no Bem-estar dos Portugueses*. Fora da Caixa, Estudos para Gestão e Marketing e Comunicação, Lda. Sedes – Associação para o Desenvolvimento Económico e Social.

Serrasqueiro, Z. S., Nunes, P.M. (2008). Performance and Size: Empirical Evidence from Portuguese SMEs. *Small Business Economic*. 195-217.

Silva, F. R. V. A. (2011). *A Crise Financeira de 2007-2009 nas Empresas Não Financeiras do PSI-20 e do IBEX-35 - Dinâmica de Indicadores e o Impacto na Tecnologia*. Dissertação apresentada a Universidade Técnica de Lisboa para a obtenção do Grau de Mestre em Engenharia e Gestão Industrial.

Smith, M. (2008). Differences Between Family and now Family SME's: A Comparative study Australia and Belgium, *Journal of Management e Organization*, 40-58.

Sousa, a. R, ferreira V. C. P. (2009). *O fim das Ilusões: a Crise Econômica e seus impactos sobre os modelos de gestão*. Cadernos UniFOA edição nº 11.

Spielmann e Ross (2009). Vencendo em Tempos de Crise. Publicação da Bain e Company- Brasil.

Thies, C. F. e Klock, M. S. (1992), Determinants of Capital Structure. *Review of Financial Economics*, 1, 40-52.

Tristão, P. A., Dutra, V. R. (2012). Fatores que Influenciam na Estrutura de Capital das Empresas Listadas na BOVESPA. *Revista de Administração da UFSM*, 309-320.

Vieira, C. M. B. (2013). *Financiamento das Empresas Portuguesas*. Dissertação *Master in Finance*. Universidade de Porto FEP- Economia e Gestão. BARDIN, L. Análise de Conteúdo. Lisboa, Portugal; Edições 70, LDA, 2009.

Vieira, E. (2013) Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Portuguesas Cotadas. *Rev. Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 37-5.

Vieira, E. S., (2014). A Estrutura de Capital das PME: Evidência no Mercado Português. *Estudos do ISCA*.

Vilalonga, B. , Amith, R. (2006). How do Family Ownership, Control Management Affect Firm Value? *Journal of Finance Economics* 80, 385-417.

Vilelas, J. (2009). *Investigação- O Processo de Construção do conhecimento*. 1ª edição, edições sílabos Lda, Lisboa.

Vogt, M., Degenhart, L., Kaveski, I.D.S., Fank, O.L (2013). Análise dos Fatores que Determinam o Desempenho das Empresas Familiares Brasileiras de Capital Aberto

Listadas na BM&FBovespa Pertencentes ao Setor de Consumo Cíclico. *5º Congresso UFSC*

Vogt, M., Degenhart, L., Silva T. D. (2014). Influência do Desempenho de Mercado no Desempenho Económico-Financeiro das Empresas de Tecnologia da Informação em Ambiente Global. *FURB - Fundação Universidade Regional de Blumenau*.

Williamson, O. E., 1988, Corporate Finance and Corporate Governance, *The Journal of Finance*, 567-591.