
Crise Pandémica e Estrutura de Capitais: Evidência Empírica para as Pequenas e Médias Empresas Portuguesas

Gonçalo Luís Pires

Dissertação
Mestrado em Economia

Orientado por
Álvaro Fernando Santos Almeida

2024

Agradecimentos

A concretização deste trabalho significa o culminar de uma jornada incrível, fruto de muito empenho e perseverança em todos os momentos. Diversas foram as pessoas que me acompanharam e ajudaram ao longo de todo o percurso académico, às quais só me resta agradecer.

Primeiramente, sempre grato, agradeço aos meus pais pelo esforço, pelo apoio, por acreditarem sempre em mim. O meu muitíssimo obrigado por estarem ao meu lado, por serem o meu pilar.

Ao Professor Álvaro Fernando Santos Almeida, agradeço imensamente a orientação ao longo deste desafio. A sua disponibilidade, a sua compreensão e os seus comentários foram imprescindíveis para a realização deste trabalho.

Aos meus colegas de mestrado, agradeço toda a entajuda e partilha de conhecimento.

Aos meus amigos, o meu muito obrigado por todo o apoio, preocupação, força e motivação.

Por fim, um agradecimento especial ao corpo docente do Mestrado em Economia pela exigência, pelo rigor, pelos conhecimentos transmitidos, mas acima de tudo, por toda a disponibilidade demonstrada em prol dos interesses dos seus estudantes.

Da Faculdade de Economia da Universidade do Porto levo inúmeros conhecimentos, competências e memórias de dois anos inesquecíveis.

A todos, o meu muito OBRIGADO!

Resumo

O presente estudo empírico analisa o impacto do choque exógeno motivado pela pandemia da Covid-19 na estrutura de capitais das pequenas e médias empresas portuguesas. Ao mesmo tempo, averigua quais os principais determinantes que influenciam as decisões da estrutura de capitais destas empresas. Com estes objetivos, recorre-se a um painel de dados balanceado, estimado através de um modelo de efeitos fixos. A amostra é constituída por 4131 empresas para o período entre 2016 e 2021. Os principais resultados obtidos demonstram que a recente crise pandémica originou uma redução da alavancagem total e de curto prazo, e um acréscimo do nível de alavancagem de longo prazo na seleção de empresas em análise. A partir deste trabalho, foi possível concluir que, para além de fatores intrínsecos às empresas, existem fatores macroeconómicos específicos ao país passíveis de influenciar as decisões respeitantes à estrutura de capitais das pequenas e médias empresas portuguesas. Além disso, os resultados sugerem a não predominância de uma única teoria que consiga justificar as decisões destas empresas relativamente à sua estrutura de capitais, e indicam como relevantes a Teoria do *Trade-Off* e a Teoria da *Pecking Order*.

Códigos JEL: C23, G01, G32, G38, H12, I18

Palavras-Chave: Pandemia, estrutura de capitais, alavancagem, determinantes, pequenas e médias empresas, dados em painel

Abstract:

This empirical study analyzes the impact of the exogenous shock caused by the Covid-19 pandemic on the capital structure of small and medium-size portuguese enterprises. Additionally, it investigates the main determinants that influence their capital structure decisions. To this end, it used a balanced panel data estimated through a fixed effects model. The sample consisted of 4131 companies over the period from 2016 to 2021. The main results indicate that the recent pandemic crisis led to a reduction in both total and short-term leverage, but an increase in long-term leverage among the firms in the sample. From this work, it was possible to conclude that, in addition to firm-specific factors, there are macroeconomic factors that can influence the capital structure decisions of small and medium-sized portuguese enterprises. Furthermore, the results suggest the absence of a single theory that fully explains these companies' capital structure decisions, indicating that both the Trade-Off Theory and the Pecking Order Theory could be relevant.

JEL Codes: C23, G01, G32, G38, H12, I18

Keywords: Pandemic, capital structure, leverage, determinants, small and medium-size enterprises, panel data

Índice

1.	Introdução	1
2.	Estrutura de Capitais das Empresas	3
2.1.	Teorias da Estrutura de Capitais	3
2.1.1.	Visão Tradicional.....	3
2.1.2.	Modigliani & Miller (1958).....	4
2.1.3.	Teoria do <i>Trade-Off</i>	5
2.1.4.	Teoria dos Custos de Agência	6
2.1.5.	Teoria da Sinalização.....	8
2.1.6.	Teoria da <i>Pecking Order</i>	9
2.1.7.	Teoria do <i>Market Timing</i>	10
2.2.	Evidência Empírica sobre a Estrutura de Capitais das Empresas Portuguesas ...	11
2.3.	Evidência Empírica sobre o Impacto da Crise Pandémica nas Empresas.....	13
2.4.	Determinantes da Estrutura de Capitais	14
3.	Metodologia.....	23
3.1.	Questões de Investigação	23
3.2.	Modelo Econométrico.....	23
3.2.1.	Estratégia Econométrica	23
3.2.2.	Variável Dependente	24
3.2.3.	Variáveis Independentes	25
3.3.	Amostra.....	27
3.3.1.	Descrição da Amostra e Fontes de Dados	27
3.3.2.	Análise Descritiva.....	28
4.	Resultados Empíricos	33
5.	Conclusão	39

Referências.....	41
Anexos.....	47

Lista de Tabelas

Tabela 1: Resumo das variáveis em estudo.....	26
Tabela 2: Sinal esperado entre as variáveis independentes e a alavancagem total.....	27
Tabela 3: Estatísticas descritivas das variáveis em estudo	29
Tabela 4: Resultados empíricos	33

Lista de Gráficos

Gráfico 1: Evolução do nível de alavancagem	31
---	----

Abreviaturas e Acrónimos:

EUA – Estados Unidos da América

INE – Instituto Nacional de Estatística

IPC – Índice de Preços no Consumidor

PIB – Produto Interno Bruto

SABI - *Sistema de Análisis de Balances Ibéricos*

1. Introdução

Ao contrário de crises anteriores, a crise pandémica da Covid-19 atingiu, em 2020, os países de forma completamente inesperada e imprevisível, originando efeitos nefastos para todas as economias. Restrições ao nível de mobilidade nacional e internacional, e populações isoladas, foram os principais motivos para o encerramento de muitas atividades empresariais. Com o objetivo de estimular a recuperação económica, o Governo português agiu em conformidade com o delineado pela Comissão Europeia e implementou um conjunto de medidas de apoio às empresas, nomeadamente para a mitigação de consequências ao nível de liquidez (Banco de Portugal, 2021; Comissão Europeia, 2020). Contudo, apesar de todos os esforços, a nível mundial não foi evitada uma das piores contrações económicas desde 1930 (Shen et al., 2020).

A pandemia, além do impacto ao nível macroeconómico, afetou significativamente o funcionamento normal das empresas e, consequentemente, a sua situação financeira, o que provocou alterações na estrutura de capitais das empresas, dada a redução abrupta de vendas aliada ao suporte dos custos fixos (Arianpoor & Naeimi Tajdar, 2024; Banco de Portugal, 2021; Prakash et al., 2023).

A estrutura de capitais corresponde à combinação de capital que uma empresa utiliza para financiar os seus ativos e suprir as suas necessidades financeiras. Como tal, é uma dificuldade diária e complexa para os gestores, tornando-se num tema em crescente investigação na literatura económica e financeira (Azhagaiah & Gavoury, 2011; Gill et al., 2009).

A maioria dos trabalhos científicos concentra-se na análise dos fatores determinantes que influenciam o processo de decisão dos gestores relativamente à estrutura de capitais das empresas (Gill et al., 2009). Em geral, a literatura baseia-se apenas em características intrínsecas das empresas, desvalorizando-se o ambiente externo às mesmas, nomeadamente fatores macroeconómicos específicos ao país (De Jong et al., 2008; Frank & Goyal, 2009; Gill et al., 2009). A literatura empírica, sob a análise das principais teorias da estrutura de capitais, não apresenta consensualidade sobre a influência que os determinantes exercem sobre as decisões da estrutura de capitais.

Através da realização desta dissertação, procura-se perceber o impacto do choque exógeno provocado pela pandemia na estrutura de capitais das pequenas e médias empresas portuguesas, ou seja, compreender de que modo estas empresas modificaram a estratégia de

financiamento da sua atividade durante um período adverso que obrigou uma reação rápida devido à incerteza e rapidez de acontecimentos. Igualmente, é intuito deste trabalho estender a problemática dos fatores que afetam as decisões da estrutura de capitais, verificando assim qual a teoria que melhor suporta os resultados alcançados.

O presente trabalho centra-se na análise das pequenas e médias empresas sediadas em Portugal. Não obstante a considerável literatura existente sobre esta temática, existe uma discrepância no número de estudos que aborda o universo empresarial das pequenas e médias empresas comparativamente às de grande dimensão. Segundo dados do Instituto Nacional de Estatística (INE, 2022), em 2020, estas representavam 99,9% do total de empresas, exceto setor financeiro, pelo que a sua importância para o desenvolvimento da economia nacional é primordial. Deste modo, é pertinente expandir a evidência empírica desta área de investigação, contribuindo para o progresso da literatura deste tipo de empresas.

O estudo incide sobre o horizonte temporal entre 2016 e 2021, sendo os anos de 2020 e 2021 marcados pelo período pandémico. A estratégia metodológica adotada para o objetivo em questão é uma abordagem econométrica através de dados em painel, estimada mediante um modelo de efeitos fixos.

Este trabalho procura contribuir para literatura empírica relativa ao tema da estrutura de capitais ao considerar um período recente marcante da economia mundial, expandido os escassos trabalhos e conclusões existentes sobre a relação entre estrutura de capitais de empresas portuguesas, particularmente pequenas e médias empresas, e a crise pandémica.

Posto isto, a dissertação está organizada do seguinte modo: o segundo capítulo expõe a revisão da literatura, na qual constam resumidamente a descrição das teorias de estrutura de capitais, considerações sobre a estrutura de capitais das empresas portuguesas, breves conclusões sobre o impacto da pandemia nas empresas a nível mundial e se identificam os principais determinantes da estrutura de capitais; o terceiro capítulo apresenta a estratégia metodológica, na qual se explicita as questões de investigação, o modelo econométrico e a seleção da amostra; o quarto capítulo exhibe e discute os resultados da investigação; e, por fim, o quinto capítulo apresenta a conclusão.

2. Estrutura de Capitais das Empresas

No primeiro tópico deste capítulo são explicitadas as principais teorias da estrutura de capitais das empresas. De seguida, analisa-se a literatura empírica existente sobre a estrutura de capitais das empresas portuguesas. No terceiro tópico, constam breves conclusões sobre o impacto da crise pandémica nas empresas a nível mundial. Em última instância, são identificados e analisados os principais determinantes da estrutura de capitais das empresas.

2.1. Teorias da Estrutura de Capitais

Desde a definição clássica apresentada por Durand (1952), até aos dias de hoje, são várias as opiniões presentes na literatura sobre estrutura de capitais, considerando-se uma temática complexa na teoria económica e financeira.

A estrutura de capitais das empresas diz respeito ao processo de decisão sobre o seu modelo de financiamento, ou seja, o modo como estas decidem financiar os seus ativos com o objetivo de possuir recursos para compensar as suas necessidades financeiras (Azhagaiah & Gavoury, 2011; Gill et al., 2009). Neste âmbito, as empresas dispõem de duas alternativas possíveis: capital próprio, através da retenção de lucros, e capital alheio, através de capital externo obtido de credores. Portanto, cada empresa pretende encontrar a melhor combinação possível entre capital próprio e capital de terceiros, com a finalidade de diminuir o seu risco e aumentar o seu valor de mercado.

No mundo empresarial, atingir uma estrutura ótima de capitais é das principais dificuldades dos órgãos de gestão, devido ao seu teor de complexidade. A importância de maximizar o valor da empresa com o mínimo de custos associados motiva o surgimento de diferentes perspetivas que tentam explicar o processo decisório dos gestores.

2.1.1. Visão Tradicional

Na literatura financeira, a abordagem tradicional de Durand (1952) foi pioneira na conceção do conceito de “Estrutura Ótima de Capitais”, como resultado da combinação entre capital próprio e capital alheio com a intenção de, por um lado, minimizar o custo médio dos capitais e, por outro, maximizar o valor de mercado da empresa. Esta abordagem sugere que as empresas devem recorrer a endividamento somente quando o retorno marginal dos ativos iguala o custo de recorrer a financiamento externo, isto é, a taxa de juro. Atingido este ponto ótimo, o custo médio ponderado de capital é minimizado (Durand, 1952).

Neste sentido, o autor desenvolveu a respetiva crença paradigmática baseada em dois pressupostos:

Em virtude do decréscimo de impostos sobre o rendimento como consequência do aumento dos juros, o custo do capital alheio é inferior ao custo do capital próprio, mas constante até determinado nível de endividamento, ou seja, até ao ponto ótimo;

O aumento do endividamento proporciona um aumento do risco financeiro assumido pelos acionistas. Estes exigem um maior nível de rentabilidade do capital próprio de forma compensatória, visto que o custo do capital próprio é proporcional ao aumento do endividamento, bem como dependente do risco financeiro da empresa (Durand, 1952).

Assim, Durand (1952) mostrou que uma empresa deve aceder a capital alheio até ao ponto em que os benefícios do financiamento compensem todos os custos inerentes. Ultrapassado o ponto ótimo, regista-se uma diminuição do valor de mercado da empresa.

2.1.2. Modigliani & Miller (1958)

A Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capitais, desenvolvida por Modigliani & Miller (1958), foi um marco para a evolução da investigação da estrutura de capitais das empresas, tendo constituído um novo paradigma na literacia financeira em virtude das conclusões obtidas.

De acordo com esta teoria, Modigliani & Miller (1958) comprovaram a irrelevância da estrutura de capitais para a determinação do valor de mercado das empresas. Sob determinados pressupostos, em particular a presença de mercados de capitais perfeitos e completos nos quais prevalecem a informação simétrica entre agentes, a ausência de impostos e a inexistência de custos de agência, de falência e de transação, os autores evidenciaram que o valor de mercado não é afetado pelo processo decisório da estrutura de capitais, ou seja, não é afetado pela forma como uma empresa financia a sua atividade normal e os seus investimentos, quer seja através de capital alheio, quer seja via capital próprio (Modigliani & Miller, 1958).

Posteriormente, dada a contestação de vários investigadores face à irrerealidade dos pressupostos considerados, Modigliani & Miller (1963) revogaram a sua ideia inicial percebendo que a incorporação de impostos sobre o rendimento das empresas conduzia a resultados e conclusões diferentes. Dado que os juros oriundos do financiamento externo por meio de dívida são suscetíveis de dedução fiscal, os autores chegaram à conclusão que,

caso as empresas se financiem com recurso a capital alheio em detrimento de capital próprio, os benefícios fiscais resultantes do endividamento são um fator preponderante da estrutura de capitais das empresas, pois diminuem o valor suportado de imposto sobre o rendimento da empresa. Tal induz as empresas a financiarem-se o máximo possível com dívida para maximizar o seu valor de mercado (Modigliani & Miller, 1963).

Desta forma, Modigliani & Miller (1963) demonstraram que a valorização de uma empresa é dependente da sua estrutura de capitais.

Contudo, os autores realçaram que, não obstante a existência de benefícios fiscais provenientes do financiamento por meio de dívida, o recurso em exagero induz as empresas a outros problemas, nomeadamente a custos de falência e ao risco de perda de controlo sobre a gestão da organização (Modigliani & Miller, 1963).

2.1.3. Teoria do *Trade-Off*

A abordagem realizada por Modigliani & Miller (1963) foi o mote para a discussão sobre as vantagens e custos do uso de dívida ao nível do financiamento das empresas. Neste âmbito, surgiu uma das teorias mais relevantes para o estudo da estrutura de capitais, a Teoria do *Trade-Off*, desenvolvida por Kraus & Litzenberger (1973).

De acordo com esta abordagem, a existência de uma estrutura ótima de capitais é resultado do equilíbrio entre os benefícios da dívida e os custos inerentes. Isto é, por um lado, o endividamento é benéfico para as empresas devido à possibilidade de obtenção de vantagens fiscais resultantes da dedutibilidade do pagamento de juros, mas, por outro, origina custos associados à possibilidade de falência das empresas, uma vez que, quanto maior for o nível de endividamento associado a um menor o grau de rentabilidade, maior será a probabilidade de falência das empresas (Kraus & Litzenberger, 1973).

Segundo Kraus & Litzenberger (1973), a Teoria do *Trade-Off* determina que uma empresa possui uma única estrutura ótima de capitais capaz de maximizar o seu valor quando os custos de falência igualam as vantagens fiscais do endividamento. A partir deste ponto, um acréscimo de endividamento provoca a diminuição do valor de mercado da empresa. Em situação de descontrolo financeiro e consequente elevada probabilidade de falência ocorre uma redução do valor de mercado. Assim sendo, as empresas devem endividar-se em menor escala, especialmente caso o compromisso de endividamento aumente o descontrolo vigente (Kraus & Litzenberger, 1973).

Então, perante o sustentado por Kraus & Litzenberger (1973), a distinção entre o valor de mercado de uma empresa endividada e não endividada reside na diferença entre o valor dos proveitos fiscais e o valor dos custos de falência.

Importa realçar que, dadas as conclusões obtidas pelos autores sobre o nível de endividamento, a rentabilidade das empresas é fator crucial. Neste sentido, Kraus & Litzenberger (1973) destacaram que um aumento da rentabilidade das empresas gera um decréscimo dos custos de falência, podendo originar uma acumulação de dívida superior. Do mesmo modo, os autores afirmaram que empresas com níveis de rentabilidade mais elevados suportam taxas de imposto superiores comparativamente a empresas com lucros inferiores. Logo, existe uma tributação desigual, originando que empresas com melhores resultados registem níveis de alavancagem superiores, dada a veracidade de benefícios fiscais superiores (Kraus & Litzenberger, 1973).

A aplicação da Teoria do *Trade-Off* é viável no contexto das pequenas e médias empresas. No entanto, segundo a literatura empírica, é necessário analisar cautelosamente os problemas de assimetria de informação entre pequenas e médias empresas e respetivos credores. Isto acontece devido ao facto de não ser obrigatório disponibilizarem publicamente os seus dados financeiros, bem como os diversos contratos assumidos, suscitando desta forma uma atitude cautelosa e prudente no processo de avaliação dos credores às empresas. Além disso, os menores níveis de rentabilidade auferidos pelas pequenas e médias empresas comparativamente às empresas de grande dimensão motivam um menor valor de proveitos fiscais. Por isto, a utilização de dívida por parte deste tipo de empresas, com o propósito de obter proveitos fiscais, é diminuta (Beck & Demircuc-Kunt, 2006; Daskalakis & Psillaki, 2008; Degryse et al., 2012; Hall et al., 2004; Psillaki & Daskalakis, 2009).

2.1.4. Teoria dos Custos de Agência

Desenvolvida por Jensen & Meckling (1976), a Teoria dos Custos de Agência enaltece a existência de conflitos de interesse entre os vários *stakeholders* de uma empresa. Tais conflitos, denominados de problemas de agência, geram custos que se refletem negativamente no valor de mercado da empresa.

A Teoria dos Custos de Agência deriva da hipótese contratual de agência. Segundo os autores, a relação de agência consiste no contrato estabelecido entre o principal (acionistas) e o agente (gestores), através do qual o primeiro emprega o segundo delegando-lhe funções de tomada de decisão. Visto que ambos atuam conforme interesses pessoais para aumentar

a sua riqueza futura, o objetivo de maximizar a utilidade individual motiva decisões não unânimes entre as partes, estimulando problemas de agência que se traduzem em custos de agência (Jensen & Meckling, 1976).

Jensen & Meckling (1976) identificaram dois tipos de custos de agência: o Custo de Agência do Capital Próprio e o Custo de Agência da Dívida.

O Custo de Agência do Capital Próprio resulta da divergência de interesses entre acionistas e gestores. Segundo os autores, os gestores da empresa exercem a sua função de acordo com os seus próprios interesses, pelo que existindo fluxo de caixa livre em excesso têm tendência a investir na sua riqueza pessoal em detrimento do crescimento da organização. Como solução para a diminuição dos custos de agência, Jensen & Meckling (1976) sugerem o recurso a dívida, já que o seu pagamento pressupõe a diminuição dos fluxos de caixa disponíveis, provocando uma menor margem de alocação inapropriada de recursos financeiros efetuada pelos gestores. Assim, é possível aumentar o valor de mercado da empresa e alinhar interesses de acionistas e gestores. Todavia, tal promove o aparecimento de novos custos de agência, concretamente, da dívida (Jensen & Meckling, 1976).

Os Custos de Agência da Dívida são consequência da discórdia de interesses entre os acionistas e credores de uma organização, em resultado de deliberações que proporcionam maior riqueza aos acionistas, porém prejudicam a riqueza dos credores. Neste sentido, Jensen & Meckling (1976) comprovaram que, caso um investimento promova ganhos superiores ao montante do financiamento, os beneficiários da maioria dos proveitos financeiros são os acionistas. No entanto, se o investimento falhar, os credores são o elemento que mais sofre consequências. Na verdade, os autores realçaram que o financiamento estimula os acionistas a realizarem investimentos com maior grau de risco, uma vez que em caso de investimentos favoráveis acontece transferência de ganhos de valor patrimonial dos credores para os acionistas. Com a finalidade de diminuir os problemas associados à alteração de risco dos ativos, os credores, preventivamente, podem recorrer à imposição de *covenants* nos contratos de dívida (Jensen & Meckling, 1976).

Segundo esta teoria, Jensen & Meckling (1976) evidenciaram a existência de uma estrutura ótima de capitais resultante do *trade-off* entre os custos de agência procedentes do endividamento e os proveitos fiscais associados.

2.1.5. Teoria da Sinalização

Uma outra perspetiva defendida sobre a estrutura de capitais das empresas fundamenta-se nos problemas de assimetria de informação entre gestores e acionistas. Elaborada por Ross (1977), surgiu a Teoria da Sinalização.

Segundo a corrente de Ross (1977), os gestores dispõem de informações privilegiadas sobre a empresa, nomeadamente rentabilidade, risco e potenciais oportunidades de investimento. Tendo um papel preponderante sobre as decisões de financiamento, transmitem informações aos acionistas mediante modificações na estrutura financeira da empresa (Ross, 1977). Deste modo, os acionistas analisam as decisões dos gestores como sinais.

Por conseguinte, segundo esta teoria, o valor de mercado corresponde ao valor dos títulos emitidos pela empresa, sendo que a análise que os *players* do mercado efetuam aos sinais transmitidos pelos gestores influencia esse mesmo valor. Os sinais são vistos como decisões de mercado, pois correspondem a prenúncios sobre futuras alterações financeiras esperadas nas empresas (Ross, 1977).

De acordo com Ross (1977), os gestores transmitem sinais por meio de: distribuição de dividendos ou alterações na estrutura de financiamento.

A política de distribuição de dividendos é considerada um sinal positivo para os acionistas. Num contexto de informação assimétrica, reflete as expectativas futuras dos gestores para o desempenho da organização, possibilitando aos acionistas o reconhecimento de oportunidades futuras de investimento na organização (Ross, 1977). Desta forma, verifica-se uma relação causal positiva entre o montante de dividendos distribuído e o valor de mercado da empresa.

Alterações na estrutura de financiamento da empresa, fundamentalmente um aumento do nível de endividamento, representam um sinal positivo para os acionistas, na medida em que compreendem o acréscimo da dívida como um sinal de qualidade e competente performance financeira levada a cabo pelos gestores. Futuramente, viabilizará suportar os juros e amortizar a dívida, já que, por norma, empresas com maiores problemas financeiros tendem a apresentar níveis de dívida inferiores (Ross, 1977). Nesta lógica, segundo Ross (1977), regista-se um aumento do valor de mercado da empresa.

2.1.6. Teoria da *Pecking Order*

Myers (1984) e Myers & Majluf (1984), com a finalidade de analisar o impacto da assimetria de informação entre investidores e gestores na política de financiamento das empresas, assim como nas decisões de investimento, desenvolveram a Teoria da *Pecking Order*.

De acordo com Myers & Majluf (1984), os gestores dispõem de informação privilegiada sobre oportunidades futuras da empresa relativamente aos investidores. Tal ocorre em consequência do contacto diário com a realidade da empresa.

Segundo a Teoria da *Pecking Order*, as empresas não apresentam um rácio ótimo de endividamento. A presente abordagem defende que estas regem as suas decisões de financiamento segundo uma hierarquização das diferentes alternativas. Consoante o seu custo, estabelecem o rácio de endividamento de acordo com as suas necessidades de financiamento (Myers, 1984).

Tendo em conta a hierarquia de soluções de financiamento, Myers (1984) sugere que as empresas financiem preferencialmente as suas oportunidades de investimentos através de fundos internos. Caso os meios internos sejam insuficientes, é inevitável o recurso a financiamento externo. Portanto, a solução, numa primeira fase, é a utilização de dívida. Em último recurso, Myers (1984) indica que as empresas devem optar pela emissão de capital próprio.

Conforme o preconizado por esta teoria, é possível perceber que empresas com melhores desempenhos financeiros registam menores níveis de capital externo, não porque previamente definiram um rácio ótimo de endividamento a atingir, mas sim porque possuem recursos internos suficientes para suprir as necessidades de investimento (Myers, 1984). Numa outra perspetiva, empresas que registam maiores dificuldades financeiras, cuja capacidade para gerar fundos internos não é satisfatória para lidar com a sua estratégia de investimentos, demonstram uma maior tendência para a emissão de dívida, uma vez que, no âmbito das diferentes hipóteses de financiamento, é a que se encontra mais perto do topo da hierarquia (Myers, 1984).

Então, à medida que uma empresa aumenta a sua alavancagem, mais a mesma sobe na hierarquia defendida pela Teoria da *Pecking Order*. Consequentemente, maior será a probabilidade de dificuldades financeiras futuras face aos custos associados. Neste sentido,

é conveniente a empresa possuir reservas financeiras para evitar o recurso a capital alheio (Myers, 1984).

No âmbito das pequenas e médias empresas, a Teoria da *Pecking Order* é especialmente importante, considerando-se a que melhor se ajusta a este tipo de empresas (Degryse et al., 2012). A relevância desta teoria rege-se pelos problemas de informação assimétrica, isto é, dada a reduzida qualidade de informação financeira e contabilística disponibilizada, associada à ausência de predisposição da informação junto dos credores, verifica-se um alcance mais complicado e dispendioso a financiamento externo (Daskalakis & Psillaki, 2008; Degryse et al., 2012; Hall et al., 2004). Logo, sucede-se uma maior tendência para recorrer a fundos internos, ao invés de emissão de dívida ou novos capitais. Outro fator considerável diz respeito ao interesse dos proprietários e gestores em perdurar o controlo da organização, impedindo a intromissão de elementos externos no seu negócio (Daskalakis & Psillaki, 2008).

2.1.7. Teoria do *Market Timing*

A abordagem teórica mais recente no âmbito da estrutura de capitais diz respeito à Teoria do *Market Timing*, desenvolvida por Baker & Wurgler (2002).

Segundo os autores, as empresas avaliam profundamente as condições presentes no mercado de capitais num espaço de tempo e modificam a sua política de estrutura de capitais consoante as condições observadas. Posto isto, o objetivo da empresa é beneficiar de variações temporárias do valor dos títulos, de maneira a encontrar o momento favorável para emitir ações com o menor custo possível. Nesta perspetiva, Baker & Wurgler (2002) defendem que, quando o mercado de capitais está favorável, os gestores procuram emitir ações no momento em que estas se encontram sobreavaliadas, já que o seu valor é superior ao preço verificado em períodos antecedentes. Por outro lado, quando verificados valores inferiores, as empresas recompram ações uma vez que se apresentam subavaliadas (Baker & Wurgler, 2002).

Na perspetiva dos autores, a estrutura de capitais da empresa depende de práticas passadas de avaliação de ações pelos investidores. Desta forma, esta teoria não pressupõe a existência de uma estrutura ótima de capitais (Baker & Wurgler, 2002).

A Teoria do *Market Timing* não se adequa ao contexto das pequenas e médias empresas, visto que, na generalidade, não se encontram cotadas em bolsa.

2.2. Evidência Empírica sobre a Estrutura de Capitais das Empresas Portuguesas

Mediante a revisão de literatura disponível, é possível identificar vários estudos que visam analisar a estrutura de capitais das empresas portuguesas, coerentes e unânimes na trajetória de homogeneização de resultados e unificação de conclusões.

Hall et al. (2004), numa abordagem à estrutura de capitais de pequenas e médias empresas europeias, concluíram que a rentabilidade regista um efeito negativo sobre os índices da dívida das empresas portuguesas. Segundo o autor, esta conclusão é consistente com a Teoria da *Pecking Order*, pois os resultados indicaram a preferência por fundos próprios aquando da necessidade de financiamento.

No estudo realizado por Antão & Bonfim (2008), foram testadas as duas teorias mais relevantes da estrutura de capitais, a Teoria do *Trade-Off* e a Teoria da *Pecking Order*. Os resultados empíricos obtidos suportaram a Teoria da *Pecking Order*, dado que as empresas com uma maior quantidade de fundos internos registaram um menor recurso a financiamento externo. Esta conclusão é justificada pela relação negativa estatisticamente significativa entre a rentabilidade e a alavancagem. Todavia, Antão & Bonfim (2008) verificaram, do mesmo modo, a presença da Teoria do *Trade-Off*, uma vez que as empresas tendem a convergir rapidamente para um nível de endividamento ótimo. Através desta investigação, os autores defenderam que as entidades bancárias são o principal responsável pela dívida de longo prazo contraída pelas empresas não financeiras, na medida em que, geralmente, o acesso ao mercado de capitais restringe-se às empresas de grande dimensão (Antão & Bonfim, 2008).

Na investigação levada a cabo por Ramalho & Silva (2009), relativamente a uma amostra de microempresas e pequenas e médias empresas nacionais, os autores concluíram uma relação negativa entre rentabilidade e a alavancagem total das empresas, demonstrando uma nítida primazia pela Teoria da *Pecking Order*. Neste âmbito, Ramalho & Silva (2009) afirmaram que as empresas que registam maiores ganhos utilizam preferencialmente recursos internos para suportar os seus investimentos e, só posteriormente, em caso de insuficiência de meios próprios, recorrem a capital alheio.

Com o objetivo de analisar a estrutura de capitais das pequenas e médias empresas em contexto nacional, Vieira & Novo (2010) identificaram que a teoria que melhor ilustra o

comportamento destas empresas é a Teoria da *Pecking Order*. Tal, segundo os autores, justifica-se pela preferência do recurso ao autofinanciamento. Em caso de fundos limitados, as empresas optam pelo financiamento externo através de dívida. Vieira & Novo (2010) realçaram que as pequenas e médias empresas denotam maiores adversidades no acesso a crédito bancário comparativamente a empresas de maior dimensão, o que origina um maior nível de financiamento de curto prazo, já que a dimensão das empresas é fator crucial para a permissão de acesso a financiamento de médio e longo prazo.

Noutros estudos, Serrasqueiro et al. (2011) e Serrasqueiro & Nunes (2012) observaram que o recurso a financiamento externo pelas pequenas e médias empresas resulta da escassez de recursos financeiros internos para lidar com as necessidades e oportunidades de investimento, e não pela obtenção de proveitos fiscais da dívida. Estes fundamentos são preconizados pela Teoria da *Pecking Order*. Por outro lado, Serrasqueiro et al. (2011) sustentaram que a dimensão desempenha um papel importante nas decisões das empresas relativamente à sua estrutura de capitais, pelo que os seus resultados apontam para alguma relevância da Teoria do *Trade-Off*.

No que respeita à análise da estrutura de capitais das empresas portuguesas cotadas na bolsa de valores *Euronext*, os resultados obtidos por Vieira (2013) demonstraram a predominância da Teoria do *Trade-Off*. Neste sentido, no seio destas empresas, alcançar um rácio ótimo de endividamento é o principal objetivo motivado pelos benefícios fiscais resultantes desta decisão de financiamento. Não obstante, baseado em inquéritos aos diretores financeiros das empresas em análise, Vieira (2013) aponta a presença de indícios para a opção pela Teoria da *Pecking Order*, uma vez que a maioria dos inquiridos elege a utilização de dívida para financiar os seus ativos.

Outro estudo, realizado por Proença et al. (2014), analisou a estrutura de capitais das pequenas e médias empresas portuguesas tendo concluído uma relação negativa entre os rácios da alavancagem e a rentabilidade das empresas. Proença et al. (2014), deste modo, verificaram que as pequenas e médias empresas nacionais preferem financiar os seus investimentos através de fundos internos, devido ao maior risco enfrentado pelos custos do financiamento externo. Estas conclusões estão em concordância com o enunciado pela Teoria da *Pecking Order*. Apesar disto, os resultados alcançados pelos autores respeitantes à relação entre a estrutura de ativos e alavancagem financeira evidenciaram igualmente a presença da Teoria do *Trade-Off*, contudo com menor importância. O sinal positivo

observado para a relação entre a estrutura de ativos e a alavancagem de longo prazo é consistente com a Teoria do *Trade-Off*, pois empresas com maior número de ativos tangíveis tendem a emitir mais dívida, utilizando-os como garantia bancária. (Proença et al., 2014).

Por sua vez, Serrasqueiro & Caetano (2015) e Serrasqueiro et al. (2016) observaram não só a relação negativa entre rentabilidade e alavancagem, como também a existência de uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a alavancagem financeira. Neste âmbito, Serrasqueiro & Caetano (2015) denotaram que organizações mais diversificadas encontram-se menos suscetíveis a problemas de informação assimétrica, originando assim melhor reputação junto dos credores e, por conseguinte, traduzindo-se em condições de acesso a financiamento mais favoráveis.

Posto isto, é possível verificar que existem duas teorias que melhor explicam o comportamento das pequenas e médias empresas portuguesas no que concerne à sua estrutura de capitais, a Teoria do *Trade-Off* e a Teoria da *Pecking Order*.

2.3. Evidência Empírica sobre o Impacto da Crise Pandémica nas Empresas

No estudo realizado por Acharya & Steffen (2020), baseados no fenómeno de “corrida aos bancos” pelas empresas sediadas nos EUA, demonstraram que o confinamento imposto mundialmente provocou um aumento considerável nos níveis de alavancagem das empresas, principalmente no recurso ao crédito bancário.

Relativamente a uma análise sobre o comportamento dos mercados financeiros antes e durante a crise pandémica, Halling et al. (2020) concluíram que a emissão de obrigações com uma maturidade superior registou aumentos significativos durante a crise pandémica, comparativamente com o período homólogo de 2017, 2018 e 2019, assim como, até às semanas antecedentes ao surgimento da pandemia na China.

No que respeita à análise da volatilidade do risco das empresas durante o período pandémico, Huang & Ye (2021) perceberam que as empresas que apresentavam níveis de financiamento superiores ao valor médio sofreram alterações significativas na sua estrutura de capitais, registando um maior risco financeiro derivado do choque. Em contraste, as empresas que verificavam níveis de alavancagem inferiores ao valor médio não revelaram alterações no seu nível de risco perante um aumento de financiamento durante o período pandémico.

Num outro estudo realizado por Ding et al. (2021), foi analisada uma hipotética correlação entre características específicas das empresas e o retorno das suas ações face ao choque pandémico. Baseados numa amostra de 61 países, os autores evidenciaram que o decréscimo induzido pela pandemia nos retornos das ações foi menos agressivo em empresas que registavam menores níveis de alavancagem.

Por sua vez, ao analisar a realidade dos EUA, Almeida (2021) verificou que a gestão de liquidez das empresas sediadas no país foi aspeto fulcral para “sobreviver” à crise pandémica, nomeadamente para as pequenas e médias empresas, tendo estas atingido níveis de procura de capital externo nunca antes registados, sobretudo de maturidades mais elevadas.

Numa análise a 107 países de todo o mundo, Hu & Zhang (2021) concluíram que os efeitos provocados pela pandemia nas empresas não foram homogéneos, visto que variaram consoante a robustez do sistema financeiro dos países. Apoiados na análise comparativa da performance financeira, Hu & Zhang (2021) demonstraram que ocorreu uma diminuição significativa na rentabilidade operacional das empresas. Assim, os autores referiram que as empresas localizadas em países com sistemas financeiros mais desenvolvidos registaram um menor impacto na sua performance financeira.

No trabalho realizado por Prakash et al. (2023), foi realçado que as empresas que verificavam uma maior capacidade financeira registaram decréscimos inferiores no valor de mercado e nas receitas, comparativamente às demais. Isto deveu-se ao facto de apresentarem melhores condições no acesso a financiamento, resultado de um nível de risco inferior. Desta forma, conseguiram atenuar os efeitos do choque exógeno.

2.4. Determinantes da Estrutura de Capitais

As teorias ilustrativas da estrutura de capitais, especificamente a Teoria do *Trade-Off* e a Teoria da *Pecking Order*, permitem reconhecer características intrínsecas e extrínsecas das empresas capazes de efetivar uma ação considerável nas decisões relativas à estrutura de capitais. Estas características designam-se como determinantes da estrutura de capitais. Neste âmbito, os estudos efetuados com o objetivo de investigar a estrutura de capitais das empresas têm incidido, maioritariamente, sobre a análise dos diferentes determinantes capazes de impactar as decisões da estrutura de capitais. Todavia, a literatura não apresenta consensualidade sobre o efeito que exercem.

Na literatura empírica, é possível identificar diversos determinantes intrínsecos das empresas, tal como o *cash-flow*, o crescimento, a dimensão, a idade, a liquidez, a rentabilidade, o risco e a tangibilidade do ativo (Antoniou et al., 2008; Azhagaiah & Gavoury, 2011; Beck & Demirguc-Kunt, 2006; Daskalakis & Psillaki, 2008; De Jong et al., 2008; Deesomsak et al., 2004; Degryse et al., 2012; Durand, 1952; Fan et al., 2012; Frank & Goyal, 2009; Hall et al., 2004; Kremp & Sevestre, 2013; Myers & Majluf, 1984; Nguyen & Ramachandran, 2006; Palacín-Sánchez et al., 2013; Panno, 2003; Psillaki & Daskalakis, 2009). O presente estudo debruça-se sobre: o crescimento, a dimensão, a liquidez, a rentabilidade e a tangibilidade do ativo.

Uma grande maioria dos trabalhos empíricos centra-se essencialmente na investigação dos determinantes intrínsecos. Porém, existem fatores específicos do país, de carácter macroeconómico, passíveis de influenciar a decisão das empresas ao nível do financiamento, motivando, desta forma, uma nova abordagem de análise aos determinantes da estrutura de capitais (De Jong et al., 2008; Frank & Goyal, 2009). Neste sentido, a literatura identifica o PIB, a taxa de desemprego, a inflação e a taxa de juro como os principais fatores macroeconómicos (Antoniou et al., 2008; Barry et al., 2008; De Jong et al., 2008; Deesomsak et al., 2004; Drobetz & Wanzenried, 2006; Fan et al., 2012; Frank & Goyal, 2009; Hanousek & Shamshur, 2011; Jõeveer, 2013; Köksal & Orman, 2015; Lisboa, 2019; Mokhova & Zinecker, 2014; Palacín-Sánchez et al., 2013). Este trabalho analisa o PIB, a inflação e a taxa de juro.

Crescimento

Na generalidade, a literatura recorre às oportunidades de crescimento como determinante para explicar as decisões sobre a estrutura de capitais das empresas.

As oportunidades de crescimento inerentes a cada empresa são um determinante organizacional importante, consistindo no processo de decisão sobre a escolha do método de financiamento para novas possibilidades de investimento e, consequentemente, de crescimento da empresa (Durand, 1952). Contudo, não há concordância sobre o seu efeito nas decisões da estrutura de capitais.

As oportunidades de crescimento da empresa estão associadas a um acréscimo de financiamento, dado que ocasiões de investimento com maior grau de alavancagem registam maior probabilidade de lucros futuros (Myers & Majluf, 1984; Nguyen & Ramachandran, 2006). Deste modo, empresas com elevadas oportunidades de crescimento requerem mais

recursos para financiar os seus investimentos face a empresas que verificam inferiores oportunidades de crescimento.

Tendo em consideração os princípios da Teoria do *Trade-Off*, defende-se uma relação negativa entre o crescimento e o nível da dívida (Antoniou et al., 2008; Deesomsak et al., 2004). As empresas com perspectivas auspiciosas de crescimento são propensas a revelar um certo grau de hesitação na utilização de dívida, de maneira a não incorrer num aumento da probabilidade de falência. Assim, empresas com maiores probabilidades de oportunidades de crescimento vão optar pelo recurso ao endividamento quando não verificarem dificuldades financeiras que comprometam os custos associados (Antoniou et al., 2008; Deesomsak et al., 2004).

Por outro lado, à luz da Teoria da *Pecking Order*, observa-se uma relação positiva entre o crescimento e a alavancagem (Degryse et al., 2012; Hall et al., 2004; Palacín-Sánchez et al., 2013). Para lidar com novas oportunidades de investimento, as empresas necessitam de um maior número de fundos financeiros. Deste modo, empresas que apresentam um maior grau de crescimento são mais prováveis de utilizar a totalidade dos seus fundos próprios, sendo inevitavelmente forçadas a recorrerem a capital alheio como alternativa (Degryse et al., 2012; Hall et al., 2004; Palacín-Sánchez et al., 2013). Segundo os autores, esta é a realidade das pequenas e médias empresas, dada a insuficiência de fundos internos no imediato.

Logo, este trabalho prevê uma relação positiva entre o crescimento e a alavancagem financeira das empresas.

Dimensão

A dimensão de uma empresa é um dos determinantes organizacionais mais relevantes no que concerne à estrutura de capitais e, por conseguinte, para a obtenção mais ou menos acessível de financiamento, na medida em que empresas maiores não verificam tantos condicionalismos no acesso ao financiamento (Beck & Demirguc-Kunt, 2006).

De acordo com a Teoria do *Trade-Off*, empresas de maior dimensão, ao exibirem uma maior diversificação de negócios, registam menor probabilidade de falência e, consequentemente, menor probabilidade de sujeição a esse tipo de custos. Por conseguinte, possuem uma maior capacidade e facilidade de acesso à dívida a custos inferiores comparativamente a empresas de menor dimensão (Daskalakis & Psillaki, 2008; Degryse et al., 2012; Palacín-Sánchez et al., 2013; Psillaki & Daskalakis, 2009).

Tendo em consideração a Teoria da *Pecking Order*, empresas maiores denotam menores problemas de informação assimétrica entre órgãos administrativos e potenciais investidores, devido ao maior nível de partilha e disponibilização de informação sobre a empresa. Dada esta transparência, revelam uma maior facilidade de acesso a financiamento, traduzindo-se em maiores índices de alavancagem (Daskalakis & Psillaki, 2008; Palacín-Sánchez et al., 2013; Psillaki & Daskalakis, 2009).

Adicionalmente, empresas de maior dimensão confirmam maior possibilidade de possuírem um maior número de ativos fixos capazes de serem utilizados como colateral, facilitando assim o alcance a maiores níveis de dívida (Kremp & Sevestre, 2013; Panno, 2003).

Assim, prevê-se uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a alavancagem das empresas.

Liquidez

A liquidez viabiliza aferir a capacidade de uma organização dar resposta às suas obrigações no curto prazo (Panno, 2003). O impacto na alavancagem das empresas não gera concordância na literatura empírica.

Segundo o preconizado pela Teoria do *Trade-Off*, empresas com índices de liquidez mais elevados verificam uma maior possibilidade de financiamento via dívida no curto prazo, visto que, em contrapartida, possuem maiores recursos financeiros para satisfazer as suas responsabilidades (Degryse et al., 2012; Panno, 2003). Neste sentido, é expectável uma influência positiva no nível de alavancagem das empresas.

Por outro lado, a Teoria da *Pecking Order* prevê uma relação negativa entre a liquidez da empresa e a alavancagem financeira. As empresas com maior liquidez registam recursos financeiros superiores no curto prazo, logo demonstram uma maior preferência pelo financiamento através de fundos internos detidos e, consequentemente, uma menor utilização de fundos externos (De Jong et al., 2008; Deesomsak et al., 2004).

Dada a amostra em estudo, prevê-se uma relação negativa entre a liquidez da empresa e o nível de alavancagem financeira.

Rentabilidade

A rentabilidade é um dos determinantes organizacionais mais utilizados na literatura empírica para explicar o processo de decisão da estrutura de capitais das empresas.

No que concerne à Teoria do *Trade-Off*, as empresas com maior potencial de lucro registam uma maior probabilidade e facilidade de acesso a dívida (Myers & Majluf, 1984). Isto deve-se ao facto de as empresas mais lucrativas atribuírem elevada importância à oportunidade de obter proveitos fiscais resultantes da dedutibilidade do pagamento de juros da dívida (Palacín-Sánchez et al., 2013; Panno, 2003; Psillaki & Daskalakis, 2009). Igualmente, empresas com maiores lucros registam uma menor vulnerabilidade de falência, uma vez que têm uma maior capacidade financeira para dar resposta às suas responsabilidades (Azhagaiah & Gavoury, 2011; Deesomsak et al., 2004).

No que diz respeito à Teoria da *Pecking Order*, por outro lado, é apoiada uma relação negativa entre a rentabilidade de uma empresa e a alavancagem. As empresas mais rentáveis tendem a utilizar preferencialmente os recursos gerados internamente como meio de financiamento para os seus investimentos, visto que registam maiores lucros e possuem maiores fluxos de caixa no curto prazo. Portanto, somente quando insuficientes, recorrem a financiamento alheio, consistindo a primeira opção na emissão de dívida e, posteriormente, na emissão de capital próprio. Desta forma, empresas que apresentam lucros superiores dispõem de mais fundos para financiar os seus investimentos, originando um menor recurso a dívida (Daskalakis & Psillaki, 2008; Degryse et al., 2012; Panno, 2003; Psillaki & Daskalakis, 2009).

Em conformidade com a generalidade dos estudos empíricos prevê-se uma relação negativa entre a rentabilidade de uma empresa e a alavancagem.

Tangibilidade do Ativo

A tangibilidade dos ativos, pelo que consta na literatura disponível, tem influência no processo decisório da estrutura de capitais das empresas. Contudo, o seu efeito sobre a alavancagem não é unânime.

A estrutura de ativos impacta a estrutura de capitais das empresas, na medida em que os ativos são capazes de serem utilizados como colateral na contração de empréstimos, concretamente os ativos fixos tangíveis (Palacín-Sánchez et al., 2013).

Tendo em consideração os princípios defendidos pela Teoria do *Trade-Off*, as empresas que detêm um maior número de ativos tangíveis tendem a registar valores de alavancagem financeira superiores, dado que conseguem contrair empréstimos sob circunstâncias mais vantajosas, aplicando-os como garantia de crédito (Degryse et al., 2012; Palacín-Sánchez et al., 2013; Psillaki & Daskalakis, 2009). Tal sucede porque é mais simples mensurar o valor do

ativo tangível comparativamente ao valor do ativo intangível e, por conseguinte, mais fácil de transformar em dinheiro. Portanto, verifica-se que a tangibilidade do ativo tem um efeito positivo na alavancagem de uma empresa, já que as garantias permitem diminuir o risco de falência, o risco de crédito e os custos de agência (Antoniou et al., 2008; De Jong et al., 2008; Deesomsak et al., 2004; Degryse et al., 2012; Palacín-Sánchez et al., 2013; Psillaki & Daskalakis, 2009).

Numa outra perspetiva, fundamentados na Teoria da *Pecking Order*, alguns estudos evidenciaram que a tangibilidade dos ativos exerce uma ação negativa nos índices de alavancagem. Isto acontece porque as empresas com uma maior proporção de ativos de fácil mensuração pelo mercado transmitem para os investidores um sinal de clareza e confiança, diminuindo o risco percebido sobre um potencial investimento na empresa. Deste modo, dá-se um decréscimo dos problemas de informação assimétrica entre gestores e investidores. Segunda esta teoria, as empresas usam os recursos internos como fonte preferencial de financiamento, tendo como alternativa a emissão de capital a custos mais baixos. Assim, regista-se uma diminuição da alavancagem (Beck & Demirguc-Kunt, 2006; Frank & Goyal, 2009). No entanto, a maioria da literatura empírica contradiz esta relação, verificando que a tangibilidade dos ativos exerce uma influência positiva na alavancagem financeira das empresas, uma vez que as garantias permitem melhorar as condições de obtenção de financiamento, concretamente a redução do risco percebido pelos credores, traduzindo-se no maior recurso a dívida (Antoniou et al., 2008; Degryse et al., 2012; Frank & Goyal, 2009). Posto isto, prevê-se que a tangibilidade dos ativos registre um impacto positivo sobre o nível de alavancagem das empresas.

PIB

No que respeita às variáveis macroeconómicas, em primeiro lugar, será analisado o PIB, utilizando-se como referência a taxa de crescimento, tal como em De Jong et al. (2008), Fan et al. (2012), Frank & Goyal (2009), Hanousek & Shamshur (2011), Jõeveer (2013), Köksal & Orman (2015), Lisboa (2019) e Palacín-Sánchez et al. (2013).

O PIB corresponde a uma medida agregada do valor de todos os bens e serviços finais desenvolvidos num determinado território, durante um dado período de tempo.

O acréscimo do PIB implica o progresso da atividade económica de um país, provocando um aumento na rentabilidade das empresas (De Jong et al., 2008; Frank & Goyal, 2009).

Assim sendo, uma empresa rentável, com lucros e fluxos de caixa superiores, dispõe de uma maior quantidade de meios financeiros para utilizar como fonte de financiamento, representando uma menor necessidade de utilizar dívida (De Jong et al., 2008; Fan et al., 2012; Jõeveer, 2013; Köksal & Orman, 2015; Lisboa, 2019). Isto é consistente com a Teoria da *Pecking Order*. Em sentido inverso, períodos de recessão económica são caracterizados pelo decréscimo do PIB, onde a rentabilidade das empresas tende a diminuir, pelo que os recursos gerados internamente são insuficientes. Por isso, impera uma maior necessidade de recorrer à dívida.

Em consequência da forte paralisação económica imposta durante o período pandémico, prevê-se que tenha ocorrido um impacto considerável durante o horizonte temporal em análise. Assim, espera-se que o PIB exerça uma influência positiva na alavancagem financeira das empresas.

Inflação

A inflação, pelo que consta na literatura empírica, tem influência sobre a tomada de decisão da estrutura de capitais de uma empresa.

Define-se inflação como a subida generalizada e persistente do nível geral de preços numa determinada economia, durante um dado período de tempo.

A inflação é calculada tendo por base a avaliação de um determinado cabaz de bens e serviços e respetiva análise comparativa às variações dos preços dos bens e serviços que constituem o cabaz ao longo dos anos (Fan et al., 2012).

A inflação tem impacto a nível económico, nomeadamente ao nível da procura agregada, uma vez que o valor real dos rendimentos dos agentes diminui, ou seja, um menor poder de compra em consequência da perda de valor da moeda, o que motiva o decréscimo da compra de bens e serviços (Frank & Goyal, 2009).

Tendo em consideração a Teoria do *Trade-Off*, é defendida pela literatura uma relação positiva entre a inflação e a alavancagem financeira devido ao aumento de valor das empresas como resultado dos benefícios fiscais decorrentes da utilização de dívida. Isto é, em períodos de inflação elevada é expectável que o valor da dívida diminua em termos reais ao longo do tempo. Neste sentido, o valor suportado pelo pagamento dos juros diminui em termos reais, verificando-se uma maior utilização de dívida pelas empresas, dadas as vantagens fiscais

consequência da possibilidade de dedutibilidade dos pagamentos dos juros da dívida (Frank & Goyal, 2009; Jõebeer, 2013; Köksal & Orman, 2015).

Segundo o sustentado pela Teoria da *Pecking Order*, perante a presença de níveis de inflação superiores, prevêem-se maiores níveis de alavancagem, já que um aumento do valor da inflação provoca um abrandamento na economia e problemas nas empresas, fruto de uma depreciação do valor da moeda. Por conseguinte, gera uma maior dificuldade na retenção de fundos internos, visto que é necessário despende uma maior quantidade de dinheiro para adquirir bens e serviços. Desta forma, as empresas têm uma maior necessidade de recorrer à dívida (Frank & Goyal, 2009; Jõebeer, 2013; Köksal & Orman, 2015).

Então, espera-se que a inflação registre uma influência positiva na alavancagem das empresas.

Taxa de Juro

A taxa de juro é entendida como o custo suportado junto do credor pelo empréstimo de dinheiro. Em contextos de volatilidades excessivas, tal situação pode impactar substancialmente os resultados das empresas, dado que pode levar ao acréscimo das suas despesas e, consequentemente, a mudanças na sua estrutura de capitais (Antoniou et al., 2008; Barry et al., 2008).

Quando se verifica um aumento das taxas de juro, o objetivo é abrandar a economia. Ou seja, perante uma fase expansionista, aplicam-se medidas contracionistas, como é exemplo o aumento das taxas de juro (Bhamra et al., 2011; Mokhova & Zinecker, 2014).

Os bancos, como solução perante o aumento das taxas de juro, tendem a aumentar a sua oferta concedendo empréstimos com o objetivo de angariar fundos e manter os bons resultados das suas instituições (Bhamra et al., 2011; Mokhova & Zinecker, 2014). Embora o aumento das taxas de juro signifique um aumento do custo de financiamento para as empresas, estas recorrem à dívida, uma vez que verificam a oportunidade de dedutibilidade do pagamento de juros (Antoniou et al., 2008). Assim, tendo em conta a Teoria do *Trade-Off*, prevê-se uma relação positiva com a alavancagem.

Segundo a Teoria da *Pecking Order*, as empresas tendem a preferir o financiamento interno durante períodos de expansão económica, pois dispõem de mais fundos internos derivados de lucros retidos, significando uma menor necessidade de dívida (Deesomsak et al., 2004; Mokhova & Zinecker, 2014). Quando verificado um acréscimo das taxas de juro, isto traduz-se, num aumento dos encargos suportados pelas empresas, numa maior possibilidade de

exposição a situações de incumprimento e numa maior probabilidade de falência das empresas (Antoniou et al., 2008; Deesomsak et al., 2004; Drobetz & Wanzenried, 2006; Mokhova & Zinecker, 2014). Portanto, tendo em conta a Teoria da *Pecking Order* espera-se uma relação negativa com a alavancagem.

Assim, as taxas de juro podem ter uma influência positiva na alavancagem das empresas, mas, numa outra perspetiva, poder-se-á verificar uma relação negativa entre a taxa de juro e o nível de alavancagem das empresas.

3. Metodologia

3.1. Questões de Investigação

A presente dissertação tem como principal objetivo analisar o impacto da crise pandémica na estrutura de capitais das pequenas e médias empresas portuguesas. Neste âmbito, pretende-se analisar de que forma estas empresas registaram alterações no processo de financiamento da sua atividade. Assim, estabelece-se a seguinte questão de investigação:

- **As pequenas e médias empresas portuguesas alteraram a sua estrutura de capitais em consequência da crise pandémica?**

Igualmente, através deste estudo, procura-se identificar quais os principais determinantes que influenciam o processo de tomada de decisão das pequenas e médias empresas relativamente à sua estrutura de capitais, bem como verificar qual a teoria que melhor suporta os resultados obtidos. Neste sentido, estabelece-se uma questão de investigação secundária:

- **Quais os principais determinantes que influenciam as decisões da estrutura de capitais das pequenas e médias empresas portuguesas?**

3.2. Modelo Econométrico

3.2.1. Estratégia Econométrica

Tendo como base a literatura empírica existente, este trabalho adota a metodologia de dados em painel (Antoniou et al., 2008; Daskalakis & Psillaki, 2008; De Jong et al., 2008; Deesomsak et al., 2004; Degryse et al., 2012; Fan et al., 2012; Hanousek & Shamshur, 2011; Palacín-Sánchez et al., 2013; Psillaki & Daskalakis, 2009).

A utilização de um método econométrico de dados em painel é vantajosa, dado que, com o aumento do número de observações, proporciona uma redução da probabilidade de colinearidade entre as variáveis independentes e um aumento do nível de graus de liberdade do modelo. Com a possibilidade de reunir informações sobre as empresas para diferentes períodos de tempo, verifica-se um maior grau de eficiência das estimativas e uma melhor qualidade de informação (Daskalakis & Psillaki, 2008; Degryse et al., 2012; Psillaki & Daskalakis, 2009). Não menos importante para o estudo em questão, este método permite analisar as diferentes observações seccionais para um amplo horizonte temporal.

Com o objetivo de encontrar o melhor método de estimação para este painel de dados, efeitos aleatórios ou efeitos fixos, foi efetuado o Teste de *Hausman*. Rejeitada a hipótese nula

de que os efeitos aleatórios são apropriados ($p=0,00$), conclui-se a inclusão de efeitos fixos no modelo. A abordagem baseada num modelo de dados painel estimado através de efeitos fixos, permite resolver possíveis problemas relacionados com a heterogeneidade das empresas (Daskalakis & Psillaki, 2008; Degryse et al., 2012; Hanousek & Shamshur, 2011; Psillaki & Daskalakis, 2009).

Desta forma, o modelo estimado em prática é:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_1 X1_{i,t} + \beta_2 X2_t + \delta_1 Covid + \varphi_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

em que a variável dependente Y representa o nível de alavancagem financeira, para uma determinada empresa i no ano t ; o vetor $X1$ corresponde ao conjunto de características intrínsecas às empresas (crescimento, dimensão, liquidez, rentabilidade e tangibilidade do ativo), para uma determinada empresa i no ano t ; o vetor $X2$ representa o conjunto de condições macroeconómicas (PIB, inflação e taxa de juro) no ano t ; a variável *dummy* explicativa $Covid$ representa o efeito do choque exógeno provocado pela pandemia da Covid-19, assumindo o valor 0 nos anos de 2016 a 2019 e o valor 1 nos anos de 2020 e 2021; o termo φ traduz o efeito fixo específico a cada empresa i ; por último, ε equivale ao termo de perturbação da empresa i no ano t .

3.2.2. Variável Dependente

A alavancagem financeira é a variável dependente neste trabalho, de modo a mensurar o tema central, a estrutura de capitais das empresas. Tendo como base a extensa literatura, é consensual a definição de alavancagem pelo rácio do total do passivo sobre o total do ativo, permitindo esta *proxy* medir o peso do capital externo no financiamento das empresas.

Para analisar detalhadamente o impacto da pandemia na estrutura de capitais das empresas em estudo, o rácio de alavancagem total é desagregado entre alavancagem de curto prazo e alavancagem de longo prazo.

A alavancagem de curto prazo é definida pelo rácio entre o passivo corrente sobre o total do ativo. A alavancagem de longo prazo é medida pelo rácio entre o passivo não corrente e o total do ativo.

3.2.3. Variáveis Independentes

3.2.3.1. Variável *Dummy* – Covid

Com a finalidade de observar o impacto da crise pandémica na estrutura de capitais das pequenas e médias empresas portuguesas, o modelo inclui uma variável *dummy* temporal. Através da inclusão desta variável, pretende-se captar o momento do choque exógeno desencadeado pela crise pandémica.

3.2.3.2. Determinantes da Estrutura de Capitais

As diferentes pesquisas efetuadas sobre a estrutura de capitais têm sido fundamentais para a identificação de diversos fatores suscetíveis de influenciar as decisões sobre a estrutura de capitais das empresas.

Tendo em conta que a estrutura de capitais das empresas pode ser afetada por características organizacionais e fatores macroeconómicos, os determinantes da estrutura de capitais previamente identificados e descritos correspondem às variáveis independentes do presente trabalho. Avaliando estes determinantes sob a perspetiva das duas principais teorias destacadas na literatura empírica (Teoria do *Trade-Off* e Teoria da *Pecking Order*), será possível concluir relativamente à sua ação sobre o nível de alavancagem financeira das empresas e, assim, explicar algumas decisões das empresas no que toca à sua estrutura de capitais.

Através da inclusão destes determinantes, o objetivo é controlar um eventual impacto que exercem sobre o nível de alavancagem. Deste modo, é plausível diferenciar estes efeitos de eventuais mudanças ocorridas na estrutura de capitais, decorrentes por exemplo, do impacto da crise pandémica. Isto é, monitorizar a possibilidade de possíveis alterações na estrutura de capitais não serem resultado do choque exógeno, mas, pelo contrário, de alterações relacionadas com as variáveis de controlo.

Assim, as variáveis independentes em estudo são:

Crescimento: Para personificar o crescimento utiliza-se o rácio do total do ativo no ano em análise (t) subtraído do total do ativo do ano precedente ($t-1$), sobre o total do ativo do ano precedente ($t-1$);

Dimensão: Para retratar a dimensão recorre-se ao logaritmo do total do ativo;

Liquidez: Para exprimir a liquidez utiliza-se o rácio do ativo corrente sobre o passivo corrente;

	Variáveis	Definição (Proxy)
Variáveis Dependentes	Alavancagem Total	$\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}}$
	Alavancagem de Curto Prazo	$\frac{\text{Passivo Corrente}}{\text{Ativo Total}}$
	Alavancagem de Longo Prazo	$\frac{\text{Passivo Não Corrente}}{\text{Ativo Total}}$
Variáveis Independentes	Crescimento	$\frac{\text{Ativo Total}_t - \text{Ativo Total}_{t-1}}{\text{Ativo Total}_{t-1}}$
	Dimensão	$\text{Ln} (\text{Ativo Total})$
	Liquidez	$\frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}}$
	Rentabilidade	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Ativo Total}}$
	Tangibilidade do Ativo	$\frac{\text{Ativo Fixo Tangível}}{\text{Ativo Total}}$
	PIB	Taxa de crescimento do PIB
	Inflação	Taxa de variação do IPC
	Taxa de Juro	Taxa de juro de novas operações de empréstimos a empresas não financeiras

Tabela 1: Resumo das variáveis em estudo

Rentabilidade: Como meio de representar a rentabilidade aplica-se o rácio do EBIT sobre o total do ativo;

Tangibilidade do ativo: A tangibilidade do ativo é medida pelo rácio do ativo fixo tangível sobre o total do ativo;

PIB: Para medir o efeito desta variável, recorre-se à taxa de crescimento do PIB. Esta é representada pelo rácio do PIB a preços constantes no ano em análise (t) subtraído do PIB a preços constantes do ano anterior ($t-1$), sobre o PIB a preços constantes do ano anterior ($t-1$);

Inflação: Para representar o efeito desta variável utiliza-se a taxa de variação do Índice de Preços no Consumidor Total;

Taxa de Juro: Neste trabalho, como meio de retratar esta variável, recorre-se aos valores da taxa de juro de novas operações de empréstimos a empresas não financeiras.

	Sinal Esperado
• O <u>crescimento</u> tem um impacto positivo na alavancagem das empresas.	+
• A <u>dimensão</u> tem um impacto positivo na alavancagem das empresas.	+
• A <u>liquidez</u> tem um impacto negativo na alavancagem das empresas.	-
• A <u>rentabilidade</u> tem um impacto negativo na alavancagem das empresas.	-
• A <u>tangibilidade do ativo</u> tem um impacto positivo na alavancagem das empresas.	+
• O <u>PIB</u> tem um impacto positivo na alavancagem das empresas.	+
• A <u>inflação</u> tem um impacto positivo na alavancagem das empresas.	+
• A <u>taxa de juro</u> tem um impacto positivo na alavancagem das empresas.	+
• A <u>taxa de juro</u> tem um impacto negativo na alavancagem das empresas.	-

Tabela 2: Sinal esperado entre as variáveis independentes e a alavancagem total

3.3. Amostra

3.3.1. Descrição da Amostra e Fontes de Dados

Este trabalho utiliza um painel de dados balanceado, onde todas as empresas dispõem de dados financeiros para cada ano considerado na amostra. No que concerne ao horizonte temporal, as observações anuais em análise vigoram entre 2016 e 2021.

A seleção da amostra de empresas objeto de estudo rege-se pelos critérios da definição de pequenas e médias empresas, vigentes nos termos da Recomendação 2003/361/CE da Comissão, de 6 de maio de 2003¹: número de empregados compreendido entre 10 e 249

¹ Recomendação 2003/361/CE da Comissão, de 6 de maio de 2003, Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=celex%3A32003H0361>

empregados; volume de negócios anual mínimo de 2 000 000 € mas inferior a 50 000 000 €; total do ativo anual mínimo de 2 000 000 € mas inferior a 43 000 000 € anuais. De maneira a evitar o enviesamento de resultados, foram excluídas da amostra as empresas que registassem capitais próprios negativos em pelo menos um dos anos, já que tal significa um cenário de falência técnica aliado a um restrito acesso a crédito. Além disso, foram retiradas da amostra todas as empresas que não dispunham de informação financeira para o período temporal em análise. Posteriormente, após implementados os critérios enunciados, foram considerados todos os setores de atividades económicas com exceção do setor financeiro, concretamente as instituições bancárias que, dada a sua função de conceção de empréstimos, verificam uma estrutura de capitais distinta das demais empresas em estudo, bem como as empresas de seguros.

Neste sentido, a amostra final consiste num painel de dados composto por 4131 pequenas e médias empresas ativas em Portugal.

A base de dados utilizada para extrair todas as informações contabilísticas referentes às empresas foi a SABI (SABI, 2024).

No que concerne às variáveis macroeconómicas os dados foram obtidos do Pordata² e BPstat – Estatísticas *online* do Banco de Portugal³.

3.3.2. Análise Descritiva

3.3.2.1. Estatísticas Descritivas

A **Tabela 1** apresenta as estatísticas descritivas tanto das variáveis dependentes (alavancagem total, alavancagem de curto prazo e alavancagem de longo prazo) como das variáveis independentes (crescimento, dimensão, liquidez, rentabilidade, tangibilidade do ativo, PIB, inflação e taxa de juro) para a totalidade de empresas em estudo. Consta na análise o número de observações, a média, a mediana, o valor mínimo, o valor máximo e o desvio-padrão.

² Os dados respeitantes às variáveis PIB e inflação foram obtidos do Pordata. É importante realçar que a sua fonte de dados original é o INE. Informação extraída, respetivamente, de: <https://www.pordata.pt/portugal/taxa+de+crescimento+do+piib-2298> e [https://www.pordata.pt/portugal/taxa+de+inflacao+\(taxa+de+variacao+do+indice+de+precos+no+consumidor\)+total+e+por+consumo+individual+por+objetivo-2315](https://www.pordata.pt/portugal/taxa+de+inflacao+(taxa+de+variacao+do+indice+de+precos+no+consumidor)+total+e+por+consumo+individual+por+objetivo-2315); Acedido a: 7 de abril de 2024.

³ Os dados relativos à variável taxa de juro foram obtidos do BPstat – Estatísticas *online* do Banco de Portugal. Informação extraída de: <https://bpstat.bportugal.pt/dados/series?mode=graphic&svid=4512&series=12533748,12559867>; Acedido a: 7 de abril de 2024.

Variáveis	Nº Observações	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão
Alavancagem Total	24786	0,53925	0,56534	0,01039	0,99970	0,21444
Alavancagem de Curto Prazo	24786	0,38919	0,37221	0,01039	0,99837	0,18743
Alavancagem de Longo Prazo	24786	0,15006	0,11373	0	0,90995	0,14775
Crescimento	24786	0,09177	0,05313	-0,78486	39,22975	0,43760
Dimensão	24786	15,73157	15,65402	14,50996	17,57501	0,67914
Liquidez	24786	2,29985	1,66119	0,00926	79,45283	2,53303
Rentabilidade	24786	0,06770	0,05072	-0,75161	0,89964	0,08035
Tangibilidade do Ativo	24786	0,26569	0,22837	0	0,99097	0,19768
PIB	24786	0,01417	0,02765	-0,08300	0,05740	0,04500
Inflação	24786	0,00767	0,00800	0	0,01400	0,00512
Taxa de Juro	24786	0,02432	0,02345	0,01970	0,03160	0,00413

Tabela 3: Estatísticas descritivas das variáveis em estudo

A seleção da amostra de 4131 pequenas e médias empresas portuguesas corresponde a 24786 observações entre os anos de 2016 a 2021.

As empresas em análise registam um nível médio de alavancagem de, aproximadamente, 54% na sua estrutura de capitais, oscilando entre 1% e 100%. Isto significa que, nitidamente, as empresas são dependentes de dívida para financiarem os seus ativos. Porém, verificam-se exceções, visto que existem empresas com valores diminutos. Preferencialmente, de acordo com a sua maturidade, as pequenas e médias empresas em Portugal dependem de dívida de curto prazo.

No que respeita às variáveis explicativas, a variável crescimento regista um valor médio positivo, o que significa que as pequenas e médias empresas em análise estão num processo de crescimento. Contudo, verifica-se uma elevada dispersão de valores, pois o valor do desvio-padrão é muito superior ao valor da média. Importa salientar as diferenças verificadas

entre empresas, uma vez que existem algumas com um crescimento do ativo negativo, comparativamente a outras em que o crescimento do ativo verificado é positivo.

Relativamente à variável dimensão, é importante mencionar que é exceção às restantes variáveis organizacionais, considerando-se a única que não provém de um rácio. Analisando o valor mínimo e o valor máximo, constata-se que não existe desigualdade entre empresas, apesar da diversidade de setores de atividade em questão. Em média, as empresas apresentam uma dimensão de 6 794 133 €.

Observando a variável liquidez, as empresas registam um valor médio de 230%, permitindo afirmar que dispõem de recursos internos suficientes para cumprir todas as obrigações financeiras de curto prazo.

No que se refere à variável rentabilidade, em média, as empresas verificam uma rentabilidade positiva, o que representa uma situação de lucro. Todavia, tendo em conta o valor mínimo, realça-se a existência de empresas com rentabilidade negativa, ou seja, uma situação financeira que demonstra prejuízos.

A variável tangibilidade do ativo apresenta um valor médio de, aproximadamente, 27%. Este valor traduz que 27% do ativo total corresponde a ativos fixos tangíveis. Comparando o valor mínimo com o valor máximo, é possível refletir a existência de disparidade de valores, variando entre 0% e 100%.

Quanto às variáveis macroeconómicas, o PIB apresenta um valor médio de 1,4%, no entanto, inferior ao desvio padrão, o que significa que, nos anos em estudo, existe dispersão de valores em relação à média, sendo o choque exógeno provocado pela pandemia a principal causa. Os valores do PIB variam entre -8,30% e 5,74%.

No que concerne à inflação, o valor médio é de, aproximadamente, 1%. Esta variável demonstra uma baixa volatilidade.

Por fim, relativamente à variável taxa de juro, em média, o seu valor é de, aproximadamente, 2,4%, variando entre 2% e 3,2%. Verifica-se uma baixa dispersão em relação à média.

3.3.2.2. Impacto da Crise Pandémica na Estrutura de Capitais das Pequenas e Médias Empresas Portuguesas – Evolução do Nível de Alavancagem

Neste tópico, realiza-se uma sucinta análise à conjuntura financeira das empresas que compõem a amostra em estudo com o intuito de expor a constituição da estrutura de capitais e respetiva evolução.

O **Gráfico 1** exhibe os valores médios do rácio de alavancagem em cada ano, decomposto de acordo com a sua maturidade.

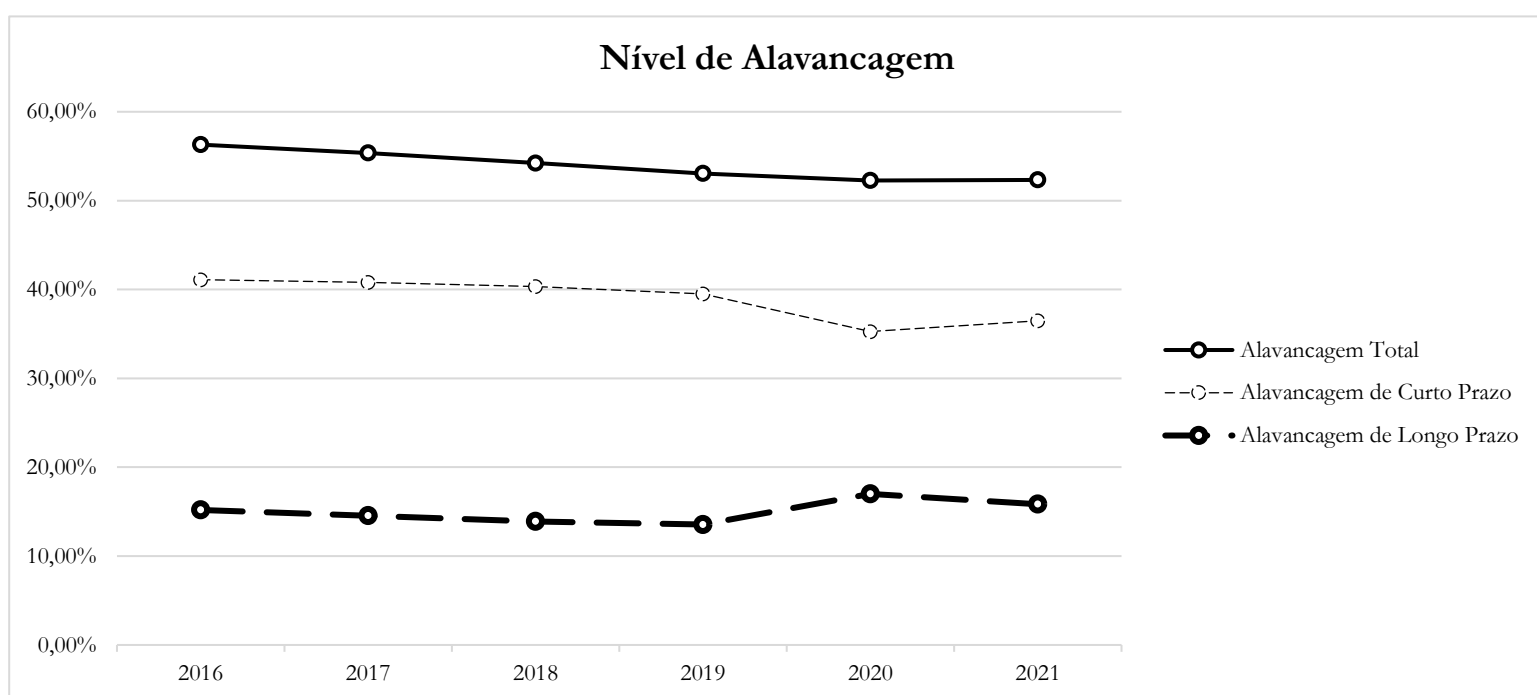


Gráfico 1: Evolução do nível de alavancagem

As empresas da amostra verificam um nível de alavancagem total com tendência decrescente ao longo do horizonte temporal.

No que concerne aos valores desagregados por maturidades, é possível constatar que, quer o nível de alavancagem de curto prazo, quer o nível de alavancagem de longo prazo, apresentam uma trajetória decrescente durante o período antecedente à crise pandémica (2016-2019) (ver Anexo nº1).

No entanto, em 2020, o fenómeno Covid-19 motivou trajetórias distintas. Por um lado, o nível de alavancagem de curto prazo decresceu acentuadamente face a 2019 (ver Anexo nº1).

Por outro, o nível de alavancagem de longo prazo registou um acréscimo comparativamente ao ano precedente à pandemia (ver Anexo nº1).

4. Resultados Empíricos

A **Tabela 4** exibe os resultados econométricos referentes à estimação da equação 1. Esta tabela possibilita enumerar considerações sobre o efeito da crise pandémica na estrutura de capitais das pequenas e médias empresas portuguesas, assim como, compreender a ação dos determinantes da estrutura de capitais na alavancagem das empresas em estudo.

Variáveis	Alavancagem Total (1)	Alavancagem de Curto Prazo (2)	Alavancagem de Longo Prazo (3)
Crescimento	0,014210** (0,005517)	0,013073** (0,005563)	0,001137 (0,001915)
Dimensão	0,057185*** (0,005423)	0,008780 (0,005535)	0,048405*** (0,005043)
Liquidez	-0,019046*** (0,002255)	-0,028817*** (0,003517)	0,009771*** (0,001571)
Rentabilidade	-0,368387*** (0,014899)	-0,156946*** (0,013731)	-0,211441*** (0,013528)
Tangibilidade do Ativo	-0,033850** (0,015153)	-0,246218*** (0,017760)	0,212368*** (0,016096)
PIB	-0,129898*** (0,012388)	0,000076 (0,014859)	-0,129974*** (0,013811)
Inflação	1,038162*** (0,095636)	0,492063*** (0,124987)	0,546099*** (0,114236)
Taxa de Juro	4,013344*** (0,203725)	1,138308*** (0,219119)	2,875036*** (0,191956)
Covid	-0,009259*** (0,001582)	-0,033359*** (0,001812)	0,024100*** (0,001684)

Tabela 4: Resultados empíricos (A tabela 4 apresenta os coeficientes da estimação respeitantes à equação 1, para cada nível de mensuração da alavancagem financeira: total (1), curto prazo (2) e longo prazo (3). ***, corresponde a uma variável significativa a 1%; ** corresponde a uma variável significativa a 5%; *, corresponde a uma variável significativa a 10%. Entre parênteses são apresentados os desvios padrão.)

No presente trabalho, a variável de maior importância é a *dummy Covid*. Esta tem como objetivo compreender o impacto da crise pandémica em cada uma das *proxy* da estrutura de capitais.

Na coluna 1, é possível verificar um coeficiente negativo significativo, o que permite concluir que o nível de alavancagem das pequenas e médias empresas portuguesas diminuiu em consequência do cenário pandémico. Concretamente, observa-se uma redução de 0.93 pontos percentuais na alavancagem total das empresas.

A paralisação económica desencadeada pela pandemia originou um contexto de fragilidade económica e financeira nas empresas, por motivo da diminuição significativa das vendas aliada ao suporte dos custos fixos. Face à imprevisibilidade do choque exógeno, muitas empresas poderão ter sentido receio em endividar-se, dada a incerteza de não conseguirem gerar recursos suficientes para pagar aos seus credores. Com esta premissa, poderão ter sido obrigadas a adotar uma postura cautelosa no que concerne ao recurso de fundos externos. Portanto, a maior probabilidade de falência poderá ser considerada um dos fatores que provocou uma diminuição da alavancagem das pequenas e médias empresas, em Portugal.

A diminuição da alavancagem destas empresas durante o período de crise pandémica poderá relacionar-se, também, com a dificuldade de acesso a dívida, nomeadamente bancária. A incerteza provocada pela pandemia, os problemas de informação assimétrica verificados entre empresas de pequena e média dimensão e respetivos credores, assim como, os menores níveis de rentabilidade verificados comparativamente a empresas de maior dimensão, poderão ter originado um acréscimo do risco inerente à disponibilização de crédito. Tal poderá ser justificável pelo aumento de vulnerabilidade financeira das empresas, uma vez que a sua atividade normal foi fortemente impactada. Logo, a capacidade de gerar receitas para cumprir todas as obrigações foi comprometida. Nesta lógica, com naturalidade, o setor bancário poderá ter adotado uma postura preventiva, tendo instituído condições de acesso ao financiamento mais cautelosas e menos favoráveis para as empresas, como é o caso da imposição de mais garantias para o reembolso da dívida. Assim, o acesso ao endividamento tornou-se menos acessível, o que poderá ter originado a diminuição da alavancagem total.

Outros fatores associados à diminuição da alavancagem poderão relacionar-se com o conjunto de medidas extraordinárias de apoio às empresas implementadas pelo governo português. Com o propósito de assegurar a sobrevivência do setor empresarial, destaca-se a prorrogação do pagamento de impostos e as alterações ao nível das contribuições sociais devidas pelas entidades empregadoras. Relativamente à prorrogação do pagamento de impostos, esta medida consistiu na decisão de flexibilizar o pagamento fiscal para as empresas, isto é, caso à data de vencimento da obrigação de pagamento estas não o conseguissem efetuar, o mesmo era fracionado em prestações sem juros. No que diz respeito à flexibilização do pagamento de contribuições para a Segurança Social, o governo implementou um mecanismo de pagamento fracionado para as entidades empregadoras, possibilitando que apenas 1/3 do valor total era devido na data de vencimento, ficando o

remanescente para uma data posterior, sem acréscimo de juros. Portanto, as medidas excecionais de apoio às empresas poderão ter permitido que a necessidade de recurso a dívida diminuísse durante o período pandémico.

Procedendo à análise dos resultados das estimações desagregados por maturidades, observam-se cenários distintos para a variável Covid, embora ambos significativos.

Observando o resultado apresentado na coluna 2, é possível concluir uma relação negativa entre a crise pandémica e o nível de alavancagem de curto prazo. O coeficiente da variável permite constatar que o período pandémico provocou uma redução de 3,3 pontos percentuais do recurso a dívida de curto prazo. Por outro lado, pela análise do resultado alcançado na coluna 3, verifica-se uma relação positiva da alavancagem de longo prazo com a variável que controla o efeito da pandemia. O coeficiente obtido significa que a pandemia motivou um acréscimo de 2,4 pontos percentuais no nível de alavancagem de longo prazo.

Estes resultados sugerem que o choque exógeno originou uma alteração de endividamento de curto prazo por endividamento de longo prazo.

Todavia, é possível que o acréscimo da alavancagem de longo prazo não tenha sido, na sua totalidade, consequência do recurso a dívida de maturidade superior. O executivo português, como já mencionado, implementou um conjunto de medidas para proteger a vida financeira das empresas num contexto em que atividade económica foi limitadíssima, o que se repercutiu na dificuldade de cumprir com o pagamento dos financiamentos. Neste sentido, o governo avançou com uma medida excecional importantíssima para o setor empresarial, a suspensão do pagamento dos empréstimos, isto é, moratórias de empréstimos bancários. Esta medida consistiu na suspensão da cobrança de créditos pelo setor bancário, sendo que a moratória bancária abrangia a suspensão de pagamento de juros e capital ou, somente, a suspensão de capital.

Assim, é plausível sustentar que as moratórias bancárias poderão ter sido fator justificativo do acréscimo da alavancagem de longo prazo visto que, através deste mecanismo, as empresas procederam a um processo negocial junto da banca, permitindo-lhes alargar o horizonte temporal da maturidade da sua dívida, tendo o endividamento existente sofrido transformação para endividamento de longo prazo.

Procedendo à análise dos determinantes da estrutura de capitais, através da coluna 1, observa-se que todos apresentam uma preponderância considerável nas decisões sobre a estrutura de capitais das pequenas e médias empresas portuguesas durante o período considerado.

A variável Crescimento exibe uma relação positiva estatisticamente significativa com a alavancagem financeira, tal como o sinal esperado. Este resultado é suportado pela Teoria da *Pecking Order*, na medida em que esta sugere que as empresas em processo de crescimento requerem uma maior quantidade de meios financeiros. Então, quando o valor dos projetos de investimento é superior ao valor dos fundos internos há uma inabitabilidade de utilizar dívida para se financiarem.

Quanto à variável Dimensão, é possível observar uma influência positiva estatisticamente significativa na alavancagem, confirmando-se o sinal esperado. O resultado apoia-se na Teoria do *Trade-Off*, uma vez que empresas de maior dimensão são propensas a atividades mais heterogêneas, o que origina uma menor probabilidade de falência como resultado da credibilidade que transmitem para os credores. Ao mesmo tempo, este coeficiente é explicado pela Teoria da *Pecking Order*, dado que empresas maiores registam menos problemas de assimetria de informação entre *stakeholders*, o que contribui para melhores condições de acesso a dívida.

A Liquidez exerce um efeito negativo estatisticamente significativo sobre a alavancagem financeira das empresas, suportando o sinal esperado. A Teoria da *Pecking Order* sustenta esta evidência, pois defende que empresas com maiores níveis de liquidez preferem financiar as suas oportunidades de investimento através dos fundos internos disponíveis, traduzindo-se numa menor necessidade de financiamento externo.

No que diz respeito à variável Rentabilidade, verifica-se uma relação negativa estatisticamente significativa com o nível de alavancagem total, igual ao sinal esperado. O efeito negativo é alicerçado pela Teoria da *Pecking Order*, visto que, segundo o preconizado, as empresas em primeiro lugar recorrem aos recursos internos disponíveis como alternativa preferencial de financiamento, e, somente em caso de necessidade, optam pelo acesso a dívida. Deste modo, empresas mais rentáveis detêm maior uma quantidade de fundos para financiar as oportunidades de investimento, diminuindo a necessidade de utilizar financiamento externo.

O coeficiente alcançado pela variável Tangibilidade do Ativo denota uma relação negativa com a alavancagem financeira, contrariando o sinal esperado. O resultado vai de encontro ao defendido pela Teoria da *Pecking Order*. Esta teoria argumenta que as empresas que

apresentam um maior número de ativos de fácil avaliação pelos intervenientes do mercado tendem a registar menores níveis de alavancagem, pois a posse destes ativos transmite para os investidores um sinal de confiança e um menor risco para investirem na empresa. Como consequência do decréscimo dos problemas de assimetria de informação, acontece uma diminuição do custo de emissão de capital, tornando-a mais atrativa comparativamente à emissão de dívida. Desta forma, quando os fundos internos são limitados, as empresas utilizam a emissão de capital como alternativa, deixando de existir preferência pela emissão de dívida.

Os resultados apresentados expressam uma relação negativa estatisticamente significativa entre a variável PIB e a alavancagem. Este sinal contraria o esperado. Apesar do horizonte temporal em estudo ser marcado por um período de recessão económica provocado pelo choque exógeno, é possível afirmar que a recessão não foi suficiente para influenciar o efeito desta variável sobre a alavancagem, já que o sinal alcançado indica uma influência negativa do PIB. Este resultado encontra evidência na Teoria da *Pecking Order*, o que permite concluir que as empresas da amostra, embora o ano de 2020 e 2021, na globalidade dos seis anos em análise verificaram recursos internos suficientes capazes de suprir potenciais necessidades de financiamento.

No que toca à variável Inflação, este trabalho evidencia uma relação positiva estatisticamente significativa com a alavancagem financeira, tal como esperado. Este resultado é apoiado pela Teoria do *Trade-Off*, que justifica que o decréscimo do valor nominal da dívida em termos reais estimula as empresas a recorrer a dívida, visto que existe a obtenção de benefícios fiscais fruto da possibilidade de dedução dos juros suportados com o endividamento. Igualmente, o resultado positivo obtido é suportado pela Teoria da *Pecking Order*, onde se defende que, perante cenários de inflação mais elevada, as empresas utilizam dívida para solucionar a insuficiência de fundos internos disponíveis fruto da depreciação do valor da moeda.

No que respeita à variável Taxa de Juro, observa-se um coeficiente positivo estatisticamente significativo. Este resultado vai de encontro ao defendido pela Teoria do *Trade-Off*, que sugere que em períodos nos quais se registam taxas de juro mais elevadas, as empresas usam dívida estimuladas pelos benefícios fiscais provenientes da possibilidade de dedutibilidade dos juros suportados, compactuando com os interesses das instituições bancárias face a um aumento das taxas de juro.

Na coluna 2 constam os resultados relativos à alavancagem de curto prazo. Contrariamente ao observado na coluna 1, destaca-se a insignificância estatística de duas variáveis, a Dimensão e o PIB. As restantes variáveis são estatisticamente significativas. As variáveis Crescimento, Inflação e Taxa de Juro apresentam uma relação positiva com este tipo de alavancagem. Por outro lado, as variáveis Liquidez, Rentabilidade e Tangibilidade do Ativo ostentam uma relação negativa.

Por último, observando os resultados presentes na coluna 3 onde se analisa a alavancagem de longo prazo, apenas a variável Crescimento é estatisticamente insignificativa para o estudo. As variáveis Dimensão, Liquidez, Tangibilidade do Ativo, Inflação e Taxa de Juro denotam uma relação positiva com a alavancagem de longo prazo. Pelo contrário, as variáveis Rentabilidade e PIB apresentam uma relação negativa.

5. Conclusão

A estrutura de capitais é um tema de elevada importância para as empresas, representando um ponto chave para o processo decisório da sua estratégia. Face à sua relevância, são várias as teorias que tentam explicar a estrutura de capitais de uma empresa, servindo de base para a investigação da relação entre os seus determinantes e a alavancagem, destacando-se a Teoria do *Trade-Off* e a Teoria da *Pecking Order*.

As pequenas e médias empresas, uma vez que representam a maioria das empresas em Portugal, desempenham um papel fundamental na economia nacional, contribuindo positivamente para o desenvolvimento económico do país. Por isso, é imprescindível uma gestão eficaz e eficiente dos seus capitais.

A presente dissertação teve como principal objetivo averiguar o impacto da pandemia da Covid-19 na estrutura de capitais das pequenas e médias empresas portuguesas, assim como identificar e analisar os principais determinantes da estrutura de capitais destas empresas. Com esta finalidade, utilizou-se uma amostra de 4131 pequenas e médias empresas localizadas em Portugal, entre os anos de 2016 a 2021, correspondendo a 24786 observações. Quanto à metodologia, recorreu-se a um modelo de dados em painel, estimado através de efeitos fixos.

No que diz respeito aos resultados atingidos, verifica-se que durante o período pandémico as pequenas e médias empresas registaram alterações na sua estrutura de capitais, visto que ocorreu uma diminuição da alavancagem total, ou seja, o choque pandémico provocou uma redução do nível de alavancagem total das empresas em análise. Posteriormente, ao analisar-se o nível de alavancagem por maturidade, conclui-se uma redução do nível de alavancagem de curto prazo. Em oposição, salienta-se um acréscimo da alavancagem de longo prazo.

Relativamente aos determinantes organizacionais da estrutura de capitais, conclui-se que as pequenas e médias empresas em crescimento e de maior dimensão utilizam maiores valores de dívida. Em contraste, as que verificam maiores níveis de liquidez, de rentabilidade e de ativos fixos tangíveis tendem a utilizar menos dívida.

Através da análise do impacto de fatores extrínsecos às empresas na estrutura de capitais, os resultados indicam que existem fatores macroeconómicos específicos ao país capazes de influenciar o processo de decisão estratégico sobre a estrutura de capitais das empresas, como o PIB, a inflação e a taxa de juro.

Por fim, foi possível constatar que não existe uma teoria prevalecente que consiga explicar o processo decisório das empresas quanto à sua estrutura de capitais. Por um lado, existem determinantes que sustentam uma relação com a Teoria do *Trade-Off*, por outro, alguns evidenciam uma relação com a Teoria da *Pecking Order*. A Teoria do *Trade-Off* justifica a relação entre a alavancagem total e, a dimensão, a inflação e a taxa de juro. A Teoria da *Pecking Order* explica a relação entre a alavancagem total e, o crescimento, a dimensão, a liquidez, a rentabilidade, a tangibilidade do ativo, o PIB e a inflação.

A principal limitação evidenciada no decorrer deste trabalho concentrou-se no processo de seleção de amostra, dado que uma vasta maioria das pequenas e médias empresas portuguesas não dispunha de dados que viabilizasse a realização de uma análise comparativa com a finalidade de perceber se retornaram os valores pré-pandemia. Além disso, a amostra selecionada englobou todos os setores de atividade, exceto o setor financeiro e segurador, pelo que não foi possível obter conclusões específicas sobre cada setor.

No que toca a linhas de investigação futuras, seria pertinente, aquando de dados disponíveis, realizar um estudo que permitisse verificar se as empresas da amostra regressaram aos valores pré-pandémicos. Também, seria interessante estudar o efeito do choque exógeno nas empresas de grande dimensão, comparando com o verificado nas pequenas e médias empresas. No âmbito dos determinantes da estrutura de capitais, seria importante reforçar o estudo através da inclusão de diferentes variáveis específicas às empresas, bem como realizar um estudo comparativo com outros países sobre o impacto de determinantes macroeconómicos nas pequenas e médias empresas.

Referências

- Acharya, V. V., & Steffen, S. (2020). The Risk of Being a Fallen Angel and the Corporate Dash for Cash in the Midst of COVID. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 430-471. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa013>
- Almeida, H. (2021). Liquidity Management During the Covid-19 Pandemic. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 50(1). <https://doi.org/10.1111/ajfs.12322>
- Antão, P., & Bonfim, D. (2008). Capital structure decisions in the Portuguese corporate sector. *Economics and Research Department (Eds.), Financial stability report*, 173-190.
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59-92. <https://doi.org/10.1017/S0022109000002751>
- Arianpoor, A., & Naeimi Tajdar, S. S. (2024). The relationship between firm risk, capital structure, cost of equity capital, and social and environmental sustainability during the COVID-19 pandemic. *Journal of Facilities Management*, 22(2), 234-255. <https://doi.org/10.1108/JFM-11-2021-0148>
- Azhagaiah, R., & Gavoury, C. (2011). The Impact of Capital Structure on Profitability with Special Reference to IT Industry in India vs. Domestic Products. *Managing Global Transitions*, 9, 371-392.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of finance*, 57(1), 1-32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- Banco de Portugal. (2021). *Inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito: Resultados para Portugal, Jan.2021*. Disponível em: <https://www.bportugal.pt/page/listagem-de-publicacoes-do-banco-de-portugal>
- Barry, C., Mann, S., Mihov, V., & Rodríguez, M. (2008). Corporate Debt Issuance and the Historical Level of Interest Rates. *Financial Management*, 37, 413-430. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2008.00019.x>
- Beck, T., & Demirguc-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 2931-2943. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.009>

- Bhamra, H. S., Fisher, A. J., & Kuehn, L.-A. (2011). Monetary policy and corporate default. *Journal of Monetary Economics*, 58(5), 480-494. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2011.05.010>
- Comissão Europeia. (2020). *Comissão apresenta uma resposta coordenada a nível europeu para atenuar o impacto económico do coronavírus*. Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pt/IP_20_459
- Daskalakis, N., & Psillaki, M. (2008). Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece. *Applied Financial Economics*, 18(2), 87-97. <https://doi.org/10.1080/09603100601018864>
- De Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1954-1969. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.034>
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4), 387-405. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2004.03.001>
- Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. *Small Business Economics*, 38(4), 431-447. <https://doi.org/10.1007/s11187-010-9281-8>
- Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of financial economics*, 141(2), 802-830. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.005>
- Drobetz, W., & Wanzenried, G. (2006). What determines the speed of adjustment to the target capital structure? *Applied Financial Economics*, 16(13), 941-958. <https://doi.org/10.1080/09603100500426358>
- Durand, D. (1952). Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement.
- Fan, J. P. H., Titman, S., & Twite, G. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1), 23-56. <https://doi.org/10.1017/S0022109011000597>

- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1-37. <http://www.jstor.org/stable/20486683>
- Gill, A., Bigger, N., Pai, C., & Bhutani, S. (2009). The Determinants of Capital Structure in the Service Industry: Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 2, 48-53. <https://doi.org/10.2174/1874915100902010048>
- Hall, G. C., Hutchinson, P. J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5-6), 711-728. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2004.00554.x>
- Halling, M., Yu, J., & Zechner, J. (2020). How Did COVID-19 Affect Firms' Access to Public Capital Markets? *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 501-533. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa008>
- Hanousek, J., & Shamshur, A. (2011). A stubborn persistence: Is the stability of leverage ratios determined by the stability of the economy? *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1360-1376. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.07.004>
- Hu, S., & Zhang, Y. (2021). COVID-19 pandemic and firm performance: Cross-country evidence. *International review of economics & finance*, 74, 365-372. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.03.016>
- Huang, H., & Ye, Y. (2021). Rethinking Capital Structure Decision and Corporate Social Responsibility in Response to COVID-19. *Accounting & Finance*, 61(3), 4757-4788. <https://doi.org/10.1111/acfi.12740>
- INE. (2022). *Empresas em Portugal - 2020 (Edição 2022)*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jõeveer, K. (2013). Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from transition economies. *Journal of Comparative Economics*, 41(1), 294-308. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2012.05.001>
- Köksal, B., & Orman, C. (2015). Determinants of capital structure: evidence from a major developing economy. *Small Business Economics*, 44(2), 255-282. <https://doi.org/10.1007/s11187-014-9597-x>

- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of finance*, 28(4), 911-922.
- Kremp, E., & Sevestre, P. (2013). Did the crisis induce credit rationing for French SMEs? *Journal of Banking & Finance*, 37(10), 3757-3772.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.05.028>
- Lisboa, I. (2019). Capital Structure Choices and Exports: the Case of the Portuguese Mold Industry. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 13, 23-45.
<https://doi.org/10.14453/aabfj.v13i4.3>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 433-443.
- Mokhova, N., & Zinecker, M. (2014). Macroeconomic Factors and Corporate Capital Structure. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 110, 530-540.
<https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.897>
- Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. In: National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Nguyen, T., & Ramachandran, N. (2006). Capital Structure in Small and Medium-sized Enterprises: The Case of Vietnam. *ASEAN Economic Bulletin*, 23, 192-211.
- Palacín-Sánchez, M. J., Ramírez-Herrera, L. M., & di Pietro, F. (2013). Capital structure of SMEs in Spanish regions. *Small Business Economics*, 41(2), 503-519.
<https://doi.org/10.1007/s11187-012-9439-7>
- Panno, A. (2003). An empirical investigation on the determinants of capital structure: the UK and Italian experience. *Applied Financial Economics*, 13(2), 97-112.
<https://doi.org/10.1080/09603100210100882>

- Prakash, N., Maheshwari, A., & Hawaldar, A. (2023). The impact of Covid-19 on the capital structure in emerging economies: evidence from India. *Asian Journal of Accounting Research*, 8(3), 236-249. <https://doi.org/10.1108/AJAR-05-2022-0144>
- Proença, P., Laureano, R. M. S., & Laureano, L. M. S. (2014). Determinants of Capital Structure and the 2008 Financial Crisis: Evidence from Portuguese SMEs. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 150, 182-191. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.09.027>
- Psillaki, M., & Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific? *Small Business Economics*, 33(3), 319-333. <https://doi.org/10.1007/s11187-008-9103-4>
- Ramalho, J., & Silva, J. (2009). A Two-Part Fractional Regression Model for the Financial Leverage Decisions of Micro, Small, Medium and Large Firms. *Quantitative Finance*, 9, 621-636. <https://doi.org/10.1080/14697680802448777>
- Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The bell journal of economics*, 8(1), 23-40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- SABI. (2024). *Sistema de Análisis de Balances Ibéricos*. Acedido através de: <https://sabi.informa.es/version-20230626-9-16/home.serv?product=SabiInforma&>
- Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445-466. <https://doi.org/10.3846/16111699.2012.744344>
- Serrasqueiro, Z., Matias, F., & Salsa, L. (2016). Determinants of capital structure: New evidence from Portuguese small firms. *Dos Algarves: A Multidisciplinary e-Journal*, 28.
- Serrasqueiro, Z., & Nunes, P. (2012). Is Age a Determinant of SMEs' Financing Decisions? Empirical Evidence Using Panel Data Models. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00433.x>
- Serrasqueiro, Z. S., Armada, M. R., & Nunes, P. M. (2011). Pecking Order Theory versus Trade-Off Theory: are service SMEs' capital structure decisions different? *Service Business*, Vol. 5, 381-409. <https://doi.org/10.1007/s11628-011-0119-5>

- Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z., & Chen, Y. (2020). The Impact of the COVID-19 Pandemic on Firm Performance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56, 2213-2230. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1785863>
- Vieira, E. (2013). Determinantes da estrutura de capital das empresas portuguesas cotadas. *Revista Portuguesa e Brasileira de gestão*, 12(1), 38-51.
- Vieira, E., & Novo, A. J. (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. *Estudos do ISCA*, 4(2), 2-13. <https://doi.org/10.34624/ei.v0i2.6505>

Anexos

Anexo nº1: O presente quadro apresenta os valores médios do rácio de alavancagem, decompostos consoante a maturidade da totalidade de empresas da amostra utilizada (Elaboração própria através dos dados recolhidos da base de dados SABI).

	Alavancagem Total	Alavancagem de Curto Prazo	Alavancagem de Longo Prazo
2016	56,30%	41,10%	15,20%
2017	55,36%	40,81%	14,55%
2018	54,23%	40,34%	13,89%
2019	53,05%	39,50%	13,56%
2020	52,27%	35,27%	17,00%
2021	52,34%	36,49%	15,84%

Anexo nº2: Resultados empíricos obtidos através do software Stata (Variável dependente: Alavancagem Total)

(Std. err. adjusted for **4,131** clusters in **NºContribuinte**)

AlavancagemTotal_	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
Crescimento_	.0142104	.0055169	2.58	0.010	.0033944	.0250264
Dimensao_	.057185	.0054227	10.55	0.000	.0465536	.0678165
Liquidez_	-.0190463	.0022545	-8.45	0.000	-.0234664	-.0146263
Rentabilidade_	-.3683867	.0148991	-24.73	0.000	-.3975969	-.3391765
TangibilidadeAtivo_	-.0338503	.0151533	-2.23	0.026	-.063559	-.0041417
PIB	-.129898	.012388	-10.49	0.000	-.1541851	-.1056108
Inflação	1.038162	.0956363	10.86	0.000	.8506638	1.225661
TaxaJuro	4.013344	.2037252	19.70	0.000	3.613933	4.412755
covid	-.0092589	.0015819	-5.85	0.000	-.0123603	-.0061575
_cons	-.3845544	.0883675	-4.35	0.000	-.5578022	-.2113067

Anexo nº3: Resultados empíricos obtidos através do software Stata (Variável dependente: Alavancagem de Curto Prazo)

(Std. err. adjusted for **4,131** clusters in **NºContribuinte**)

AlavancagemCurtoP~_	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
Crescimento_	.0130731	.0055629	2.35	0.019	.0021669	.0239794
Dimensao_	.0087803	.0055348	1.59	0.113	-.002071	.0196315
Liquidez_	-.028817	.0035166	-8.19	0.000	-.0357114	-.0219226
Rentabilidade_	-.1569458	.0137308	-11.43	0.000	-.1838654	-.1300261
TangibilidadeAtivo_	-.2462183	.0177603	-13.86	0.000	-.281038	-.2113985
PIB	.0000758	.0148594	0.01	0.996	-.0290567	.0292084
Inflação	.492063	.1249871	3.94	0.000	.2470209	.7371051
TaxaJuro	1.138308	.2191185	5.19	0.000	.7087178	1.567899
covid	-.0333591	.001812	-18.41	0.000	-.0369117	-.0298066
_cons	.3718477	.0904749	4.11	0.000	.1944681	.5492273

Anexo nº4: Resultados empíricos obtidos através do software Stata (Variável dependente: Alavancagem de Longo Prazo)

(Std. err. adjusted for **4,131** clusters in **NºContribuinte**)

AlavancagemLongoP~_	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
Crescimento_	.0011372	.0019146	0.59	0.553	-.0026163	.0048908
Dimensao_	.0484048	.0050431	9.60	0.000	.0385176	.058292
Liquidez_	.0097707	.001571	6.22	0.000	.0066907	.0128507
Rentabilidade_	-.211441	.0135276	-15.63	0.000	-.2379623	-.1849196
TangibilidadeAtivo_	.2123679	.0160959	13.19	0.000	.1808114	.2439245
PIB	-.1299738	.0138107	-9.41	0.000	-.1570501	-.1028975
Inflação	.5460994	.1142359	4.78	0.000	.3221354	.7700633
TaxaJuro	2.875036	.191956	14.98	0.000	2.498699	3.251373
covid	.0241002	.0016844	14.31	0.000	.020798	.0274025
_cons	-.7564021	.0825643	-9.16	0.000	-.9182727	-.5945316