

U. PORTO



Impacto da Crise no Financiamento das Empresas Portuguesas

Carlos Miguel Bessa Vieira

miguelvieirafep@gmail.com

Dissertação

Master in Finance

Orientador:

Prof. Dr. Miguel Augusto Gomes Sousa

30 de Setembro de 2013

Nota Biográfica

O candidato a mestre, Carlos Miguel de Bessa Vieira, natural de Lousada, licenciou-se pela Faculdade de Economia da Universidade do Porto em 2011, ano em que iniciou o mestrado em Finanças na mesma instituição.

Da sua curta carreira profissional merece destaque os estágios efetuados em 2011 e 2012 na Central de Balanços do Banco de Portugal, assim como o estágio iniciado na *Deloitte* em Setembro de 2013 que vigora até então.

Agradecimentos:

Ao meu orientador, Prof. Dr. Miguel Augusto Gomes Sousa;

Aos meus pais, por todos os sacrifícios e esforços efetuados para tornar isto possível.

Resumo

O rápido e impetuoso crescimento do crédito verificado na última década, assim como desenvolvimento da complexidade do sistema financeiro, culminaram numa das mais graves crises financeiras desde a grande depressão de 1929. Os problemas no setor financeiro originaram forte racionamento na oferta de crédito promovida pelas instituições financeiras, criando graves obstáculos ao financiamento das empresas. O contágio da crise às dívidas soberanas, verificado na Europa, veio agravar ainda mais o acesso ao financiamento.

A presente dissertação debruça-se sobre o estudo das consequências da atual crise financeira na política de financiamento das empresas portuguesas. Os efeitos da crise financeira são obtidos a partir do confronto de um conjunto de indicadores para o período pré-crise, 2004-2007, com o período de crise, 2008-2011. Esta investigação baseia-se no tratamento de dados contabilísticos de 7.244 empresas existentes na base de dados SABI da entidade *Bureau van Dijk* para o período de 2004-2011.

Os resultados evidenciam que a crise financeira apresenta um impacto significativo no nível de alavancagem das empresas. Este impacto é mais significativo nas empresas de menor dimensão. A redução dos níveis de endividamento é obtida principalmente pela diminuição do financiamento de curto prazo. Encontramos ainda evidência que no período de crise as empresas aumentam as suas dívidas comerciais, o que nos sugere a existência uma substituição de dívida financeira por dívida comercial.

Palavras-chave: Crise financeira; Restrições ao Crédito; Políticas de financiamento; *Trade Credit*.

Abstract

The fast credit growth during the past decade, as well as development of the complexity of the financial system, culminating in one of the most serious financial crisis since the Great Depression of 1929. The problems in the financial sector led to strong rationing in credit supply promoted by financial institutions, creating serious obstacles to business financing. The contagion of the sovereign debt crisis, found in Europe, has further aggravated the access to finance.

This dissertation focuses on the study of the consequences of the actual financial crisis in the financing policy of Portuguese companies. The effects of the financial crisis are obtained from the confrontation of a set of indicators for the pre-crisis period, 2004-2007 with the crisis period, 2008-2011. This study is based on data processing accounting firms 7.244 existing in the database entity *SABI Bureau van Dijk* for the period 2004-2011.

The results show that the financial crisis has a significant impact on the level of corporate leverage. This impact is more significant in smaller firms. Reducing debt levels is achieved primarily by reducing the short-term financing. We also found evidence that in the period of crisis companies increase their trade credit, which suggests the existence of a substitution of debt for trade credit.

Key-Words: Financial Crisis; Credit restrictions; Financing policies; Trade Credit.

Índice

1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura	4
2.1. Referencial teórico sobre formação da estrutura de capitais	4
2.2. Importância do fator “dimensão” na estrutura de capitais	9
3. Crise financeira internacional e o surgimento de “períodos” de racionamento de crédito em Portugal.....	16
3.1 Enquadramento Económico-financeiro 2004-2011	16
3.2 A crise da dívida soberana portuguesa e o racionamento do crédito em Portugal	18
3.3 Impacto do racionamento do crédito nas empresas: Evidência empírica	19
4. Dados e Metodologia	22
4.1. Recolha de dados e seleção da amostra	22
4.2. Indicadores e Hipóteses de Estudo	25
5. Análise de Resultados	27
5.1. Análise univariada	27
5.2. Análise multivariada	35
6. Conclusões, limitações e sugestões para futura investigação	40
7. Bibliografia	42

Índice de tabelas, gráficos e equações

Tabelas:

Tabela 1 - Estatística Descritiva da base de dados	23
Tabela 2 - Evolução do ativo	27
Tabela 3 - Evolução da Estrutura de Capitais das Empresas.....	28
Tabela 4 - Variação da Estrutura de Capitais das Empresas	29
Tabela 5 - Evolução da Maturidade do Passivo	30
Tabela 6 - Variação da Maturidade do Passivo	31
Tabela 7 - Evolução das dívidas comerciais.....	33
Tabela 8 - Variação das dívidas comerciais	33
Tabela 9 - Output da estimação do modelo econométrico ¹³	36

Gráficos:

Gráfico 1 Evolução da Economia Portuguesa	16
Gráfico 2 Evolução da Dívida Pública	17
Gráfico 3 - Maturidade do Passivo	32

Equações:

Equação 1 Nível de endividamento.....	25
Equação 2 Maturidade do passivo.....	25
Equação 3 Tipologia do Passivo.....	25
Equação 4 Modelo econométrico.....	35

1. Introdução

A crise desencadeada pela bolha especulativa no setor imobiliário, nos Estados Unidos da América (EUA), em meados de 2007, propagou-se rapidamente pelo sistema financeiro, provocando uma das mais graves crises financeiras desde a Grande Depressão de 1930s (IMF (2008)).

Com a constatação da existência de uma bolha especulativa no setor imobiliário, diversas instituições financeiras são obrigadas a registar imparidades avultadas dos seus ativos. Os avultados prejuízos que daí revertem, deixam as instituições financeiras numa situação delicada, originando mesmo a falência de algumas delas. Dentro desta onda de falências, destaca-se a do *Lehman Brothers*, que devido à sua relevância no sistema financeiro e a imprevisibilidade desse evento, criou ruturas nos mercados financeiros lançando o pânico, a desconfiança e aumentando significativamente a consciência da gestão para os riscos incorridos.

Esta onda de desconfiança gerou problemas de liquidez no mercado interbancário, diminuindo drasticamente a capacidade e disposição das instituições financeiras para incorrerem em riscos com o desenrolar da crise (Iyer et al. 2010). São estas limitações na capacidade de concessão de crédito e uma nova perceção do risco que transformam a crise que até aqui se consignava apenas ao sistema financeiro, numa crise global, abrangente a toda a economia. A propagação da crise no sistema financeiro para a economia real resulta da limitação da principal função das instituições financeiras, a capacidade de financiarem o consumo e investimento dos indivíduos e das empresas (Iyer et al. 2010).

Neste período, as empresas, dadas as dificuldades das instituições financeiras, encontram fortes limitações e restrições no acesso ao crédito e um agravamento dos termos e condições do financiamento quando comparado com o período pré-crise (Campello et al. 2010).

Na Europa a situação agrava-se com a disseminação da crise financeira pela dívida soberana. Em Portugal, os sucessivos *downgrades* da dívida soberana fazem disparar os custos com a contratação de dívida originando sérias dificuldades. Tendo em conta os já referidos choques na oferta de crédito para as empresas portuguesas, a propagação da crise financeira pela dívida soberana leva países como Grécia e Portugal a necessitarem de ajuda externa, fruto do agravamento e limitações das suas condições

de acesso ao financiamento nos mercados internacionais, deteriorando ainda mais as suas condições de acesso a crédito para empresas e particulares.

Na literatura financeira, a investigação sobre a temática do financiamento das empresas encontra-se centrada na problemática da escolha entre dívida ou capital - estrutura de capitais. Desde a publicação do artigo de Modigliani e Miller (1958) que o estudo da estrutura de capitais tem sido uma das principais temáticas investigadas no campo das finanças empresariais, dando origem a uma vasta gama de teorias e modelos que tentam perceber a estrutura ótima de capitais de uma empresa.

A maioria das teorias desenvolvidas nesta área assume que a oferta de capital é infinita. Na realidade a oferta de capital é finita, como verificamos neste período, o que influenciará a estrutura de capitais das empresas (Gertler e Gilchrist 1993).

O objetivo deste estudo passa por compreender de que forma as empresas portuguesas ajustam a sua estrutura de capitais, tendo em conta os condicionamentos existentes no período pós-2008 no acesso ao financiamento. Por outro lado, procuramos perceber se o ajustamento verificado é homogéneo, independentemente da dimensão das empresas. A análise recaiu sobre o período de 2004 a 2011 sendo que o intervalo 2004-2007 corresponde ao período pré-crise e 2008 a 2011 corresponde ao período de crise.

A motivação para este estudo parte da escassa literatura existente nesta área. Da literatura existente grande parte foca-se nos países anglo-saxónicos. Dadas as diferenças entre as economias anglo-saxónicas e a portuguesa, nomeadamente ao nível do sistema fiscal, código de insolvência, estrutura de propriedade assim como até na dimensão das próprias economias, justifica-se a necessidade de pesquisa como uma fonte alternativa de evidências. Por outro lado, grande parte destes estudos centra-se no segmento de grandes sociedades de capital aberto. Segundo o relatório da análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal promovido pela Central de Balanços (2011) em 2009, 99,7% das sociedades não financeiras em Portugal apresentava uma dimensão micro, pequena ou média, sendo que atualmente só existe uma sociedade desta dimensão cotada.

Os resultados obtidos evidenciam que a crise desenvolvida após 2008 teve impacto significativo na estrutura de capitais das empresas. De um modo global, as empresas portuguesas diminuem, em média, o seu nível de alavancagem, em cerca de 13% no período de crise (2008-2011). Este valor é inflacionado sobretudo pela

diminuição registada nas empresas de menor. A diminuição dos níveis de alavancagem é obtida sobretudo pela quebra do financiamento de curto prazo, que diminuiu em cerca de 11%. De destacar ainda o aumento das dívidas comerciais (passivo não financeiro) em 24% o que vai de encontro hipótese da existência de substituição de dívida financeira por dívida comercial em períodos de restrições no acesso ao financiamento bancário.

A presente dissertação está organizada em 7 secções. Após esta Introdução, o Capítulo 2 contém a revisão da literatura sobre a estrutura de capitais das empresas, apresentando as principais teorias desta área e a importância do fator dimensão nesta estrutura. Posteriormente, o Capítulo 3 descreve os principais acontecimentos e toda a envolvente da crise desenvolvida neste período, desde a bolha especulativa no setor imobiliário nos EUA até ao pedido de ajuda externa realizado por Portugal e resume alguns dos estudos empíricos que abordam o impacto das crises nas empresas. O Capítulo 4 por sua vez apresenta a metodologia usada assim como elucida o processo de recolha e tratamento dos dados. Os resultados são apresentados no Capítulo 5 sendo que o Capítulo 6 finaliza a dissertação apresentando as principais conclusões, as limitações do estudo e expõe algumas sugestões para futuras investigações. Por fim, o Capítulo 7 apresenta a bibliografia desta dissertação.

2. Revisão de Literatura

Este capítulo resume o impacto do racionamento do crédito financeiro na estrutura de capitais das empresas. Numa primeira fase serão apresentadas as principais teorias alusivas há formação da estrutura de capitais. De seguida é apresentada a crise financeira global iniciada em 2007 e as suas consequências ao nível do racionamento do crédito pelo setor financeiro.

2.1. Referencial teórico sobre formação da estrutura de capitais

A investigação sobre as formas de financiamento das empresas encontra-se na literatura centrada na problemática da escolha entre dívida ou capital - estrutura de capitais. A visão tradicional está na base de muitas destas teorias ao sugerir a existência de uma estrutura de capitais ótima. A investigação em torno da estrutura de capitais ganhou relevância com o estudo de Modigliani e Miller (1958), tornando-se numa das temáticas mais debatidas no ramo da teoria financeira.

Este capítulo apresenta de forma sintetizada as teorias explicativas da formação da estrutura de capitais de uma empresa que ganharam mais notoriedade ao longo do último século.

2.1.1 Abordagem tradicional

A abordagem tradicional centra-se na existência de uma estrutura de capitais ótima que maximiza o valor da empresa, admitindo uma composição de capitais ótima que varia de empresa para empresa.

A visão tradicionalista, principiada por Durand (1952), refere que o custo de capital alheio para níveis moderados de dívida tende a ser inferior ao custo do capital próprio, levando as empresas a aumentar a dívida até ao ponto em que o custo médio ponderado de capital é minimizado, ponto este que retrata a estrutura ótima de capitais.

Apesar de o custo do capital próprio aumentar com a adição de capital alheio à estrutura de capitais, compensando o aumento de risco financeiro que o endividamento acarreta, o custo médio ponderado de capital diminui, uma vez que o aumento do custo

de capital próprio é insuficiente para eliminar os benefícios criados pelo financiamento por capitais alheios a um custo inferior, aumentando assim o valor da empresa com a utilização de mais dívida. De acordo com esta visão, o objetivo passa por aumentar o nível de dívida até que o aumento do custo de capital próprio elimine as vantagens da dívida, encontrando-se a empresa nessa fase na sua estrutura ótima de capitais. A partir desta combinação ótima, a utilização de mais dívida diminuirá o valor da empresa, uma vez que o custo ponderado da dívida seria maior que o custo ponderado de capital próprio.

2.1.2 Modelos de Modigliani e Miller

Modigliani e Miller (1958), com a publicação do artigo *“The Cost of Capital, Corporation Finance, and Theory of Investment”*, lançam a teoria que serve de base para muitos dos estudos desenvolvidos sobre a temática da estrutura de capitais.

O modelo desenvolvido pelos autores nesta primeira publicação assente numa estrutura de mercados eficientes conclui que a composição de capitais de uma empresa é irrelevante do ponto de vista da criação de valor para a empresa. Por outras palavras, segundo os autores, os gestores financeiros não podiam criar nem destruir valor através de decisões de financiamento uma vez que o custo de capital da empresa é idêntico para qualquer nível de endividamento. O modelo assume um conjunto de pressupostos dos quais se destacam: o endividamento ilimitado e sem risco de incumprimento; ausência de impostos; inexistência de custos de agência; inexistência de custos de falência; simetria de informação.

Com base nos pressuposto descritos os autores concluem que o valor de mercado de qualquer empresa é independente da sua estrutura de capital e para calcular o custo de capital de uma empresa endividada é necessário adicionar, ao custo de capital de uma empresa não endividada, um prémio de risco financeiro. Modigliani e Miller (1958) concluem também que um investimento não é afetado pelo tipo de título utilizado no seu financiamento.

Modigliani e Miller (1963) num segundo estudo, a título de correção do trabalho anterior, cedem no pressuposto da ausência de impostos sobre pessoas coletivas, introduzindo o benefício fiscal da dívida proporcionado pelo endividamento, que levará

a uma diminuição do custo médio ponderado de capital e naturalmente aumentando o valor da empresa.

Com a introdução da economia fiscal da dívida, a estrutura de capitais passa a ter relevância no valor da empresa sendo que, no limite, é maximizado o valor da empresa quando a estrutura de capitais é constituída pelo máximo de dívida, uma vez que os juros pagos diminuem o valor do imposto a pagar. Na realidade, como não é observada esta estrutura de capitais, vários autores, incluindo os próprios Modigliani e Miller (1963) argumentam que os custos de falência¹, assim como outros custos associados à dívida, explicam o porquê de as empresas não se financiarem apenas por dívida. É esta mesma discussão entre benefícios e custos da dívida que está no centro do desenvolvimento da teoria do *trade-off*.

2.1.3 Teoria *trade-off* (custos de agência/falência versus benefícios fiscais)

A teoria *trade-off* sustenta assim a ideia de que o endividamento gera ganhos para a empresa pelo lado da economia fiscal, mas por outro, origina custos interligados com a falência da empresa e com problemas de agência. A possibilidade da empresa falir, aumenta com o nível de endividamento da empresa. (Ross et al. 2008) afirmam que:

“(...) debt provides tax benefits to the firm. However, debt puts pressure on the firm because interest and principal payments are obligations. If these obligations are not met, the firm may risk some sort of financial distress. The ultimate distress is bankruptcy, where ownership of the firm’s assets is legally transferred from the stockholders to the bondholders”

Myers (2001), relativamente à teoria *trade-off*, menciona que as empresas escolhem a estrutura de capitais que maximiza o seu valor, financiando-se com dívida até ao ponto em que o benefício marginal de valor proporcionado pelas poupanças fiscais resultantes do aumento de dívida, igualam os custos marginais de falência assim como os de agência.

Relativamente aos custos de agência merece destaque o estudo de Jensen e Meckling (1976) que impulsionou todo o estudo centrado em torno dos custos originados pela relação de agência e a problemática da estrutura de capitais. Os autores

¹ Sobre custos de falência ver Altman (1984)

descrevem a relação de agência como aquela que une na forma de contrato, em que uma ou mais pessoas, o principal (acionista), contrata outra, o agente (gestor), para desenvolver alguma atividade a seu favor, ocorrendo a transmissão de determinado poder de decisão para o agente.

Os autores identificam os potenciais conflitos de interesses que existem no centro de uma organização, dada a separação entre a propriedade e gestão. Por consequência, a adoção de mecanismos que visam diminuir a ocorrência desses mesmos conflitos acarretam custos, designados de custos de agência. Entre esses conflitos, os autores destacam os conflitos existentes entre acionistas, credores e gestores, referindo que os custos originados por esses conflitos, como os custos de monitorização e os custos de falência afetam as decisões de financiamento das empresas.

2.1.4 The Pecking Order Theory

Refutando a teoria do *trade-off*, surge a teoria da *pecking order*, inicialmente sugerida por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), e que analisa uma hierarquia de preferências relativas às fontes de financiamento disponíveis.

Na sua essência, segundo Myers (1984): (I) as empresas preferem financiamento interno a financiamento externo²; (II) os gestores adequam progressivamente os índices de distribuição de dividendos face a oportunidades de investimento esperadas; (III) a política de dividendos está condicionada pela criação de *cash flows*; (IV) se for necessário financiamento externo, as empresas hierarquizam os valores mobiliários de acordo com a segurança, em primeiro lugar recorrem à emissão de dívida, depois os produtos híbridos, e só em último caso é que emitem ações.

Em suma, esta teoria sugere que primeiramente as empresas financiam-se com recursos criados internamente, depois recorrem a dívida, e por fim emitem capital. Esta hierarquização das fontes de financiamento justifica-se pela assimetria de informação entre os gestores e os investidores externos que tendem a ser menos informados.

A respeito da existência de informação assimétrica, Ross (1977) é dos primeiros autores a demonstrar a relevância da informação sobre a estrutura de capitais na

² Financiamento com recursos internos deve ser entendido como financiamento com retenção de lucros na empresa pelos acionistas já existentes; Por sua vez financiamento externo deve ser entendido como financiamento através da contratação de dívida ou nova emissão de ações.

sinalização do mercado. Tendo por base a teoria da agência e a existência de informação assimétrica entre empresas e investidores, o autor conclui que a política de financiamento pode servir para transmitir ao mercado informação sobre a qualidade da empresa diminuindo assim eventuais problemas de informação assimétrica. Um dos exemplos apresentados pelo autor é o facto de o mercado interpretar elevados níveis de dívida como um sinal positivo sobre a qualidade das sociedades e dos *cash-flows* futuros esperados.

Concluindo, podemos afirmar que desde a publicação do artigo de Modigliani e Miller (1958) que o estudo da estrutura de capitais tem sido uma das principais temáticas investigadas no campo das finanças dando origem a uma vasta gama de teorias e modelos que tentam perceber a estrutura ótima de capitais de uma empresa. No entanto e não obstante das teorias desenvolvidas em torno da escolha ótima entre dívida e capital próprio, tal como Myers (2001) refere,

“There is no universal theory of the debt-equity choice, and no reason to expect one.”

2.2. Importância do fator “dimensão” na estrutura de capitais

Ao longo dos últimos anos, e ao mesmo tempo que se desenvolviam algumas das teorias apresentadas anteriormente, diversas investigações passaram a ser realizadas com o propósito de identificar fatores determinantes da formação da estrutura de capitais.

Os determinantes normalmente identificados nessas investigações são a dimensão das empresas, a rendibilidade, a tangibilidade dos ativos, as oportunidades de crescimento e os benefícios fiscais resultantes do endividamento, o risco de negócio, o lucro, o *dividend payout* e o desempenho do preço das ações (Couto e Ferreira 2010). O presente trabalho, vai dar apenas ênfase ao fator dimensão, uma vez que, um dos objetivos deste trabalho é identificar o impacto do racionamento do crédito sobre as pequenas e grandes empresas.

2.2.1. Diferenças entre empresas consoante a dimensão

O fator dimensão é um fator crítico quando se analisa uma empresa, dadas as disparidades existentes entre pequenas e grandes empresas. A dimensão de uma empresa origina um conjunto de especificidades que tornam diferentes a análise de uma pequena ou grande empresa de acordo com as premissas da teoria financeira.

Rocha (2000) divide em duas partes a análise relativa às diferenças entre pequenas e grandes empresas: diferenças relativas à forma como as empresas se organizam internamente, “interior das empresas”, e a forma como se relacionam com o meio envolvente. Seguidamente é explorada esta temática de acordo com esta divisão.

2.2.1.1 Características internas das empresas

Começamos por identificar as diferenças entre as características internas das empresas. Nas empresas de menor dimensão encontramos frequentemente junção da propriedade e da gestão e sobreposição da esfera pessoal e empresarial, (Rocha 2000). É comum encontrar estruturas organizativas, onde o gestor e o acionista são a mesma pessoa e onde existe uma mistura entre o património pessoal e empresarial. Como principal consequência, verifica-se a não diversificação do investimento, uma vez que, frequentemente o acionista/proprietário investe todo ou parte substancial do seu património.

Outra diferença relevante é percebida ao nível do seu principal objetivo, nomeadamente, maximização do valor do(s) acionista(s). Teoricamente, a maximização do valor do(s) acionista(s) é o principal objetivo de qualquer empresa. No entanto, ao nível das empresas de menor dimensão, esse objetivo não assume a relevância encontrada nas grandes empresas dada a concentração de capital, a não existência de ameaças de aquisições hostis, assim como a concorrência de outros gestores, tal como é referido por Rocha (2000). Para o autor as empresas de menor dimensão podem assumir múltiplos objetivos de natureza pessoal, que tanto podem ser ou não de natureza financeira.

2.2.1.2 Relação com o meio envolvente

As pequenas e grandes empresas diferem ao nível da sua relação com o meio envolvente. A divulgação de informação pelas empresas de menor dimensão é potencialmente uma das áreas geradoras de assimetria de informação.

A este nível, Rocha (2000) divide a sua análise no estudo da disponibilidade e acessibilidade da informação por um lado, e qualidade de informação por outro. Nas empresas de menor dimensão, os custos de obtenção de informação por entidades externas, são maiores, quando comparado com as empresas de grande dimensão. Por outro lado, é improvável o aparecimento de informação estudada por terceiros, uma vez que as pequenas empresas não assumem normalmente o mediatismo das grandes empresas. Relativamente às obrigações legais, Rocha (2000) refere que as obrigações legais exigidas às empresas de menor dimensão não obedecem a determinados padrões de qualidade como acontece com as empresas de maior dimensão pelo que é mais provável que as demonstrações financeiras das empresas de menor dimensão apresentem uma qualidade inferior às das grandes empresas.

Posto isto, parece claro que quando se trata de empresas de menor dimensão o pressuposto assumido por Modigliani e Miller (1958) relativo à informação perfeita e completa, fica colocado em causa quando se trata de empresas de menor dimensão.

Uma outra diferença entre empresas de pequena e grande dimensão ao nível da sua relação com o meio exterior encontra-se nos eventuais problemas de agência. Nas empresas de menor dimensão a probabilidade de se verificarem problemas de seleção adversa ou de risco moral é maior em consequência da existência de uma maior

assimetria de informação fruto das menores exigências do mercado para com estas, (Akbar et al. (2012).

Para além das diferenças já enunciadas, as empresas de pequena dimensão, apresentam ainda maiores custos de transação e de falência que as empresas de grande dimensão.

2.2.2. Diferenças na estrutura de capitais das empresas

É notório que, dadas as diferenças enunciadas entre pequenas e grandes empresas, sejam originadas discrepâncias na formação da estrutura de capitais destas empresas, nomeadamente ao nível da escolha entre capitais internos e capitais externos assim como da sua quantidade e necessidade.

Para Rocha (2000), as causas para essas diferenças de escolha entre capitais internos e externos encontram-se tanto do lado da oferta de fundos (ex. instituições financeiras) como do lado da procura de fundos (pequenas empresas). Como justificações para as diferenças causadas na formação da estrutura de capitais das empresas, do lado da oferta, o autor refere: 1) a possível existência de assimetria de informação mais acentuada nas empresas de menor dimensão, que impede que potenciais investidores se sintam seguros; 2) a possível ocorrência de custos de agência mais pesados e desincentivadores em termos relativos quando comparados com das empresas de maior dimensão; 3) os custos de transação elevados; 4) a existência de barreiras regulamentares e financeiras. Já como justificações do lado da procura Rocha (2000) questiona a disposição dos proprietários em reduzir/perder grau de controlo da sua empresa para obter capital, a necessidade de capital externo das pequenas e médias empresas.

Relativamente às fontes de financiamento interno, torna-se evidente que dadas as limitações impostas na oferta de fundos disponível para as empresas de menor dimensão, esta assume uma importância significativa nas empresas de menor dimensão. No entanto, de um modo geral, uma empresa necessita de aceder a fontes externas de financiamento, nomeadamente capitais próprios e capitais alheios, por forma a crescer e prosperar.

2.2.2.1. Capitais próprios

Segundo Berger e Udell (1998) a principal característica que define o financiamento de pequenas empresas é a opacidade da informação. Na realidade, a disponibilidade, acessibilidade e qualidade da informação inerente às empresas de menor dimensão são fatores relevantes que as distinguem pela negativa das empresas de maior dimensão. Como resultado, as empresas de menor dimensão apresentam maiores riscos e dificuldades de construção de reputação e de sinalização do mercado.

As relações entre empresas de menor dimensão e investidores externos estão expostas a graves problemas de agência e de assimetria de informação o que eleva o risco e os respetivos custos destas empresas. Para além disto, os títulos de capitais próprios destas empresas são normalmente de liquidez reduzida o que aumenta as dificuldades e os custos de transação inerentes a estas empresas. De outro modo, estas entidades apresentam extremas dificuldades de acesso aos mercados de subscrição pública de dívida e capital, ao contrário do que se verifica nas grandes empresas (Rocha 2000). Dado o exposto, esta forma de financiamento é de difícil alcance para as entidades de menor dimensão.

2.2.2.2. Capitais alheios

Relativamente ao financiamento por capitais alheios, dadas as já referidas dificuldades de acesso ao mercado de subscrição público de financiamento por parte das empresas de menor dimensão, merecem destaque duas alternativas: financiamento bancário e créditos comerciais.

2.2.2.2.1. Financiamento bancário

O financiamento bancário é segundo Myers (1984), a principal fonte de financiamento por capitais alheios nas empresas de pequena dimensão. No entanto, só quando a empresa detém uma quantidade aceitável de ativos tangíveis e de fundos acumulados é que o financiamento junto do sistema bancário se torna realmente uma opção.

Os bancos assumem uma importante função no processo de concessão de crédito às empresas de menor dimensão. O relacionamento entre as instituições financeiras e as empresas, passa por encontrar o equilíbrio entre dinheiro e risco, (Rocha 2000). No

entanto, para que tal seja possível, é necessário acautelar parte dos riscos inerentes às empresas de menor dimensão, nomeadamente o de assimetria de informação.

Estes, ao desempenharem as suas funções de intermediação financeira, produzem informação sobre os seus credores de forma a monitorizar e fiscalizar a sua atividade, contribuindo para mitigação de certos riscos que poderiam originar problemas de seleção adversa³ e risco moral⁴. Harris e Raviv (1991) salientam a importância desta forma de financiamento na estrutura de capitais como modo de sinalização e de informação do mercado.

Posto isto, facilmente se imagina que os custos inerentes à concessão de crédito a uma pequena empresa serão normalmente superiores comparativamente aos de uma empresa de maior dimensão. É assim natural que as empresas de menor dimensão apresentem queixas de discriminação em relação às empresas de maior dimensão, tal como afirma Rocha (2000). O autor refere ainda que essa discriminação acontece tanto na possível recusa de crédito ou nas taxas de juro superiores cobradas às pequenas empresas comparativamente às grandes.

Ao analisar a maturidade dos financiamentos bancários, é normal verificar que existe uma tendência para um maior peso do financiamento de curto prazo nas pequenas empresas comparativamente às grandes. Esta tendência coloca em causa a regra da correspondência temporal entre ativos e passivos, de acordo com Rocha (2000). De facto, uma das soluções possíveis para reduzir os riscos inerentes às pequenas empresas pode passar por criar condições que obriguem a um contacto cíclico e regular entre estas e as instituições financeiras. Posto isto, com o objetivo de incentivar avaliações mais frequentes, as empresas de menor dimensão e as instituições poderão optar por financiamento de prazos mais reduzidos.

2.2.2.2.2. Créditos comerciais

Um das fontes alternativas de financiamento das empresas é a dívida comercial. Na literatura existem inúmeros estudos que verificam se a dívida comercial pode ser vista como um substituto próximo da dívida financeira ou então como complemento.

³ Sobre seleção adversa ver (Stiglitz e Weiss 1981)

⁴ Sobre risco moral ver (Holmstrom e Tirole 1997)

A dívida comercial é normalmente uma forma de financiamento de curto prazo proporcionada pelos fornecedores aos seus clientes sem intermediação financeira. Nas transações comerciais é comum o pagamento ser diferido, normalmente 30/60/90 dias, sendo também normal os fornecedores proporcionarem um desconto aos seus clientes se efetuarem a liquidação a pronto pagamento.

A questão relevante neste género de financiamento é o facto de muitas empresas usarem este tipo de dívida, mesmo quando este apresentam custos superiores do que outras fontes alternativas de financiamento de curto prazo oferecidas pelas instituições financeiras, ((Petersen e Rajan 1997). À primeira vista não há razão para as empresas recorrerem a dívida comercial pois usualmente o custo desta forma de financiamento é superior ao financiamento bancário, sendo que a sua utilização contraria a teoria do *pecking order* das decisões de financiamento das empresas. No entanto observa-se a utilização e oferta de dívida comercial de forma generalizada em vários setores da economia, independentemente da dimensão das empresas, assim como em empresas com e sem capacidade para se financiarem junto ao sistema financeiro.

A validade teórica para a existência deste tipo de dívida encontra-se associada à assimetria de informação tal como é desenvolvido por Stiglitz e Weiss (1981). Os autores estudam as restrições no acesso ao crédito bancário provenientes do facto das instituições financeiras terem maiores dificuldades de monitorização da atividade dos seus devedores. Por outro lado a incapacidade de monitorização origina problemas de seleção adversa. Os fornecedores ao garantirem financiamento de curto prazo possuem condições de monitorização a um custo inferior ao que as instituições financeiras teriam que suportar para obterem a mesma qualidade de informação.

Numa altura em que a contratação de dívida junto das instituições financeiras se encontra difícil o financiamento junto dos fornecedores ganha pertinência. Na literatura sobre dívida comercial ganham relevo duas teorias que merecem aqui destaque: dívida comercial como substituto do financiamento bancário e dívida comercial como complemento ao financiamento bancário.

Relativamente à dívida comercial como substituto próximo do financiamento bancário, este somente seria utilizado por empresas em dificuldades financeiras, sem acesso a financiamento bancário ou sem capacidade de endividamento junto das instituições financeiras fruto da sua elevada alavancagem. Nilsen (2002) encontra evidência que, em momentos de restrições no crédito as empresas aumentam o uso deste

recurso para financiarem ativo corrente. O autor constata que isto acontece nas empresas em geral, independentemente da dimensão das mesmas. As empresas de maior dimensão que mais utilizam esta forma de financiamento são justamente aquelas com pior *rating*, ou seja com maiores dificuldades de acesso ao mercado de capitais e com piores condições de acesso ao crédito promovido pelas instituições financeiras. O autor encontra por isso evidência da existência de substituição de dívida financeira por dívida comercial.

Oposta a esta teoria surge a hipótese de a dívida comercial ser complementar à dívida financeira. Neste caso, de acordo com Petersen e Rajan (1997), é de salientar as vantagens que os fornecedores têm relativamente às instituições financeiras. Entre estas os autores referem vantagens como a maior facilidade na obtenção de informação sobre a situação financeira da empresa a quem se concede crédito, maior facilidade e menores custos de monitorização do devedor assim como vantagens na recuperação de dívidas.

Em síntese, dadas as características e propriedades intrínsecas aos créditos comerciais, estes podem ser uma importante fonte de financiamento nas empresas de menor dimensão dada a possível diminuição dos custos de monitorização e acompanhamento que os fornecedores apresentam relativamente às instituições financeiras.

3. Crise financeira internacional e o surgimento de “períodos” de racionamento de crédito em Portugal

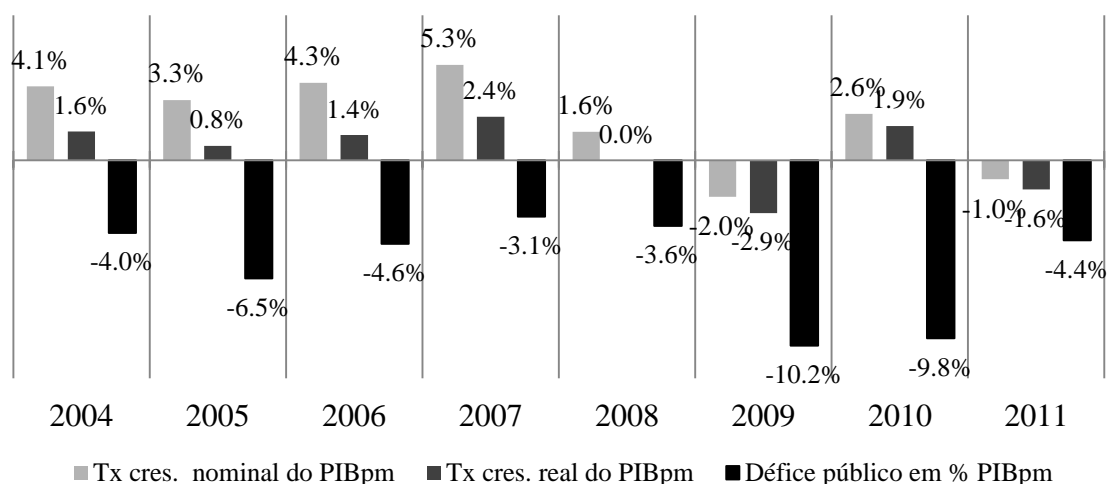
3.1 Enquadramento Económico-financeiro 2004-2011

A situação Económico-financeira internacional fica marcada no período em análise (2004-2011) pela crise nos mercados financeiros iniciada em 2007 e pelo consequente contágio das dívidas soberanas, o que encaminhou Portugal para um resgate financeiro.

Tal como pode ser observado no Gráfico 1, entre 2004 e 2011, Portugal apresentou uma taxa nominal média de crescimento do Produto interno bruto a preços de mercado (PIBpm) de 2,25%. Em termos reais a taxa média de crescimento diminuiu para apenas 0,45%. Neste período, as contas públicas apresentaram sucessivos défices orçamentais, sendo a situação agravada a partir de 2008 com défices orçamentais próximos de 10% do PIB em 2009 e 2010. A economia portuguesa, encontrava-se nesta fase em sintonia com as principais economias mundiais que reagiam aos choques económicos e financeiros despertados pela crise do *subprime*.

Gráfico 1 Evolução da Economia Portuguesa⁵

Evolução da economia portuguesa

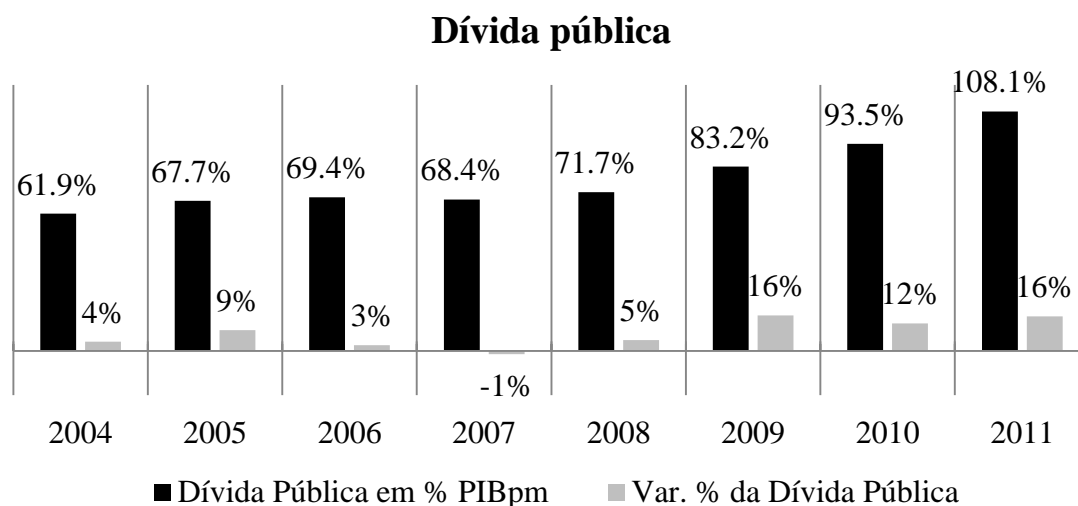


Como consequência do acumular de sucessivos défices orçamentais e de uma reduzida taxa de crescimento do PIB, a economia portuguesa apresentou um forte

⁵ Elaboração própria; Fonte dos dados: *bpstat* Banco de Portugal

aumento do endividamento público neste período, endividamento este que representava em 2011 cerca de 108% do PIBpm (Gráfico 2). Nos anos de 2009, 2010 e 2011 a dívida pública cresce a um ritmo insustentável, encontrando-se o país nesta fase numa situação muito delicada.

Gráfico 2 Evolução da Dívida Pública⁶



Na sequência da crise do *subprime* e do contágio à dívida soberana na área do euro, as condições de acesso aos mercados de financiamento internacionais deterioraram-se de forma acentuada nesta altura. A economia portuguesa, fruto do elevado nível de endividamento externo e dada a tendência de baixo crescimento em congregação com níveis de défice relativamente altos, vê restringido o acesso ao mercado de dívida internacional a condições aceitáveis. Como consequência, o Estado Português encontra-se então nesta fase obrigada a pedir ajuda externa em meados de abril de 2010 por forma a evitar a banca rota da república. O ano de 2010 e 2011 ficam marcados pela deterioração das condições de acesso ao mercado internacional fruto da débil situação financeira portuguesa e pelo início do programa de ajustamento dos desequilíbrios macroeconómicos acumulados pela economia portuguesa.

⁶ Elaboração própria; Fonte dos dados: *bpstat* Banco de Portugal

3.2 A crise da dívida soberana portuguesa e o racionamento do crédito em Portugal

A crise financeira apresentada conduziu a uma nova percepção do risco de incumprimento tanto das empresas/instituições como das nações, fruto da maior aversão e falta de confiança que paira nos mercados financeiros (Dias e Abreu 2012).

Por outro lado, os países europeus como forma de reagirem ao aumento do risco sistémico e às respetivas consequências macroeconómicas, implementam medidas expansionistas de forma a apoiar a economia (Dias e Abreu 2012). Na Europa, e um pouco por todo o mundo, assiste-se assim a um aumento da dívida das economias.

A nível Europeu, sobretudo nos países do sul e na Irlanda, ganha relevância o contágio da crise financeira para o mercado de dívida soberana e o consequente agravamento das condições económico-financeiras desses países. Este contágio teve consequências abruptas nos países com maiores necessidades de financiamento externo e com maiores desequilíbrios económicos.

Portugal foi um dos países mais afetados pelo contágio, uma vez que o elevado grau de endividamento levou a uma subida das taxas de juro que, por sua vez, aumentaram ainda mais a dívida pública. A deterioração da sua situação financeira e a incerteza quanto à capacidade do país de responder de forma adequada às suas responsabilidades financeiras, assim como franco aumento dos custos de financiamento do Estado, entre outros fatores, remeteu o país ao pedido de resgate/assistência financeira em abril de 2011.

Dada a escassez de financiamento já existente no mercado fruto da crise iniciada em 2007, o contágio à dívida soberana na zona euro veio assim intensificar e materializar o risco de crédito e as restrições ao financiamento inerentes a toda a economia. Como consequência, as instituições financeiras portuguesas veem-se obrigadas a desenvolver um processo de desalavancagem com vista a reforçar os níveis de solvabilidade para cumprir as exigências do Banco Central Europeu. (Relatório de Estabilidade Financeira, 2012). Tal processo restringe ainda mais o acesso ao crédito por parte de todos os agentes económicos.

Ainda de acordo com o Relatório de Estabilidade Financeira (2012), a atividade económico-financeira portuguesa desenvolveu-se nos últimos anos num contexto

particularmente adverso e exigente, motivado pela escassez do financiamento no mercado, pela intensificação da crise da dívida soberana na área do euro e consequentemente pelo aumento dos prémios de risco exigido pelos investidores.

A necessidade de desalavancagem financeira origina uma carência de liquidez manifesta em toda a economia. O objetivo desta dissertação será de analisar se e como esta carência de liquidez afeta as empresas portuguesas em função da sua dimensão.

3.3 Impacto do racionamento do crédito nas empresas: Evidência empírica

Dada a importância da crise financeira despontada em 2007, vários estudos foram desenvolvidos com a finalidade de explicar as causas e consequências da mesma, no entanto, o número de estudos que abordam o impacto e as consequências da crise nas empresas é limitado.

Ivashina e Scharfstein (2010) estudam o efeito do pânico no sistema financeiro, que emergiu no inverno de 2008, na oferta de crédito ao setor empresarial. Os autores concluem que durante a crise financeira o montante de novos empréstimos contratados diminuiu substancialmente independente da tipologia dos mesmos. Esta diminuição pode refletir em parte, segundo os autores, uma diminuição na procura de fundos, fruto do corte em planos de expansão das empresas, dada a conjuntura económica desfavorável, mas deve-se essencialmente à redução do crédito promovido pelas instituições financeiras. Os autores realçam ainda o impacto na diminuição da oferta de crédito no aumento progressivo das taxas de juro exigidas pelas instituições financeiras.

Akbar et al. (2012), estudam o impacto dos choques na oferta de crédito no período de 2007 a 2009 na política de financiamento das empresas não cotadas no Reino Unido. Os autores encontram evidência que a crise afeta o nível de alavancagem das empresas, nomeadamente ao nível do financiamento de curto prazo, destacando o financiamento bancário de curto prazo e o nível das dívidas comerciais⁷. Por outro lado, os autores não encontram evidência que a crise tenha impacto significativo no endividamento de maior maturidade. Os autores realçam que não encontram evidência

⁷ “Dívidas comerciais” foi a tradução utilizada para o termo anglo-saxónico *Trade Credit*

de que as empresas substituam dívida financeira por dívida comercial, dadas as restrições no acesso a financiamento bancário. Por fim, os autores verificam que as dificuldades em angariar fundos levam as empresas a cortar nas taxas de investimento.

Akbar et al. (2012) concluem assim que a política de financiamento das empresas está dependente das variações na oferta de crédito por parte das instituições financeiras e que as empresas presentes na sua amostra são incapazes de encontrar fontes alternativas de financiamento ao crédito promovido pelo sistema bancário.

Iyer et al. (2010), analisam os efeitos da crise bancária na oferta de crédito às empresas em Portugal no período de 2007-2009. Os autores abordam esta problemática, evidenciando os choques na liquidez bancária registados a partir de Agosto de 2007 no mercado interbancário Europeu, concluindo que estes choques apresentam um efeito significativo na oferta de crédito das empresas. As instituições bancárias mais dependentes do mercado interbancário antes da crise diminuem o crédito concedido às empresas durante a crise em comparação com o período antecedente. A redução verificada na oferta de crédito é mais significativa para pequenas e novas empresas e com uma fraca relação com estas instituições. Os autores concluem ainda que estas empresas não conseguem compensar a redução na oferta de crédito recorrendo a outras fontes alternativas de financiamento. Por fim, os autores averiguam que neste período não se verifica uma redução na oferta de crédito para as empresas de maior dimensão.

Almeida et al. (2009) estudam o impacto da crise financeira na contratação de dívida pelas empresas e quais as consequências que daí advenham. Os autores analisam o comportamento das empresas que necessitam de efetuar o *rollover* de grandes quantidades de dívida no período de crise com as restantes. Estes concluem que a crise financeira origina implicações significativas para as empresas em que a maturidade de grande parte da sua dívida de longo prazo expira depois do terceiro trimestre de 2007, obrigando as empresas a cortar no investimento e em despesas correntes.

Kahle e Stulz (2010) estudam as alterações nas políticas financeiras adotadas pelas empresas desde o início da crise financeira até ao seu pico. Os autores concluem que antes da queda do *Lehman Brothers* não existe evidência de choques sistémicos na oferta de crédito, uma vez que as empresas industriais nos EUA não evidenciam uma redução nos montantes de dívida. Mesmo as empresas de menor dimensão e *unrated*, mantinham o nível de alavancagem. Depois da queda do *Lehman Brothers*, os montantes de dívida diminuem bruscamente para todo o tipo de empresas. Ainda assim,

as empresas de maior dimensão conseguem manter um nível de endividamento significativo, ao contrário das pequenas e *unrated* empresas que a partir deste período apresentam níveis de endividamento substancialmente baixos.

Garcia-Appendini e Montoriol-Garriga (2013) estudam o efeito da crise financeira iniciada em Agosto de 2007 no crédito promovido por empresas não financeiras aos seus clientes. Os autores referem que a crise apresenta-se como um choque na oferta de financiamento externo para as empresas não financeiras, sendo por isso pertinente estudar neste período a importância das fontes alternativas de financiamento quando o financiamento bancário se encontra restrito. Os autores concluem que as empresas que apresentam altos níveis de liquidez no período antes da crise aumentam os créditos comerciais concedidos aos seus clientes obtendo melhor desempenho que as restantes. Concluem por isso que as empresas não financeiras com boa liquidez desempenham um papel importante ao oferecerem-se como uma fonte alternativa de financiamento.

Sumariando, todos os estudos aqui apresentados concluem que a crise financeira iniciada em meados de 2007 condiciona o acesso ao crédito por parte das empresas pelo que afeta a estrutura de capitais das empresas em estudo.

4. Dados e Metodologia

O presente estudo pretende analisar o impacto da crise financeira no financiamento das empresas portuguesas em função da dimensão das mesmas a fim de procurar identificar diferentes consequências consoante as especificidades das pequenas, médias e grandes empresas.

O trabalho proposto assenta em larga medida na análise de indicadores financeiros de um conjunto de empresas portuguesas. De forma a completar esta análise, foi aplicado o modelo desenvolvido por Akbar et al. (2012) para procurar explicar as alterações verificadas na estrutura de capitais das empresas portuguesas.

4.1. Recolha de dados e seleção da amostra

A seleção da amostra foi efetuada a partir das cerca de 380.000 empresas portuguesas existentes na base de dados SABI gerida pelo *Bureau van Dijk* que contem informação contabilística e operacional de empresas Portuguesas e Espanholas. Destas foram excluídas i) aquelas cuja forma jurídica não era de sociedade anónima, sociedade por quotas ou sociedade em nome coletivo, ii) as empresas públicas e iii) as empresas financeiras, i.e., classificadas de acordo com os respetivos códigos CAE REV 3⁸:

- Código 64 – Atividades de serviços financeiros exceto seguros e fundos de pensões;
- Código 65 – Seguros resseguros e fundos de pensões exceto Seg. Social obrigatório;
- Código 66 – Atividades auxiliares de serviços financeiros e seguros;
- Código 84 – Administração pública e defesa; Seg. social obrigatória;

Finalmente foram ainda excluídas as empresas que não dispunham de dados contabilísticos disponíveis para a totalidade de anos em análise (2004 a 2011). Da aplicação destes critérios resultou uma amostra de 7.244 empresas que servirá de base ao trabalho empírica deste estudo.

⁸ Para maior detalhe consultar http://www.ine.pt/ine_novidades/semin/cae/CAE_REV_3.pdf

As empresas presentes na amostra foram posteriormente agrupadas em três conjuntos distintos nomeadamente, empresas de pequena dimensão, empresas de média dimensão e empresas de grande dimensão. Para tal, foi calculado o ativo total médio de cada empresa ao longo dos 8 anos de análise, 2004-2011, sendo que as empresas foram divididas da seguinte forma⁹:

- **Empresas de pequena dimensão** - Empresas com ativo médio 2004-2011 inferior a 10 milhões de euros
- **Empresas de média dimensão** - Empresas com ativo médio 2004-2011 igual ou superior a 10 milhões de euros e menor ou igual a 43 milhões de euros
- **Empresas de grande dimensão** – Empresas com ativo médio 2004-2011 superior a 43 milhões de euros

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva da amostra e das três sub-amostras:

Tabela 1 - Estatística Descritiva da base de dados

<i>Ativo médio 2004-2011</i>	<i>Global</i>	<i>Pequenas</i>	<i>Médias</i>	<i>Grandes</i>
Média	1 573 896 €	750 418 €	18 033 020 €	132 320 740 €
Mediana	295 146 €	281 552 €	14 915 252 €	93 451 025 €
Desvio-padrão	10 337 159 €	1 261 309 €	8 063 905 €	93 286 073 €
Mínimo	2 920 €	2 920 €	10 055 990 €	48 292 422 €
Máximo	406 426 685 €	9 946 837 €	39 775 386 €	406 426 685 €
N	7244	7084	132	28

Das 7.244 empresas presentes na amostra, 7084 foram classificadas como empresas de pequena dimensão apresentando um ativo médio de 750 mil euros e uma mediana de 282 mil euros. Por sua vez foram classificadas como empresas de média dimensão 132 empresas representativas de um ativo médio próximo dos 18 milhões de

⁹ De acordo com as recomendações da Comissão Europeia, um dos critérios para identificar e classificar as empresas como pequenas, médias, ou grandes é o valor do seu ativo total. Assim, segundo a mesma fonte, classificam-se como empresas de pequena dimensão, empresas cujo seu ativo assume valores inferiores a 10 milhões de euros, empresas de dimensão média, empresas com ativo compreendido entre 10 e 43 milhões, e empresas de grande dimensão quando o ativo é superior a 43 milhões. Ver: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_report_2009_en.pdf

euros e uma mediana ligeiramente inferior próxima dos 15 milhões de euros. As restantes empresas da amostra, 28, foram classificadas como empresas de grande dimensão apresentando um ativo médio próximo de 132 milhões e uma mediada significativamente inferior a rondar os 93 milhões euros.

A diferença na quantidade de empresas classificadas como pequena dimensão, face às classificadas como dimensão média ou grande, vai de encontro à realidade da nossa economia, visto que o tecido empresarial português é constituído essencialmente por empresas de pequena dimensão. Assim a amostra em estudo é composta em 97,8% por empresas de pequena dimensão, 1,8% de empresas de média dimensão e 0,4% empresas de grande dimensão. Estes resultados encontram-se bastante próximos dos dados publicados no relatório de análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal pela Central de Balanços (2011), onde 99,7% das sociedades não financeiras em Portugal apresentava uma dimensão micro, pequena ou média, (99.6% da nossa amostra).

Verifica-se ainda, tendo em conta a mediana, que as empresas classificadas como empresas de média dimensão apresentam uma dimensão 53 vezes superior às empresas de pequena dimensão. Já as classificadas como empresas de grande dimensão apresentam uma dimensão superior em 6 vezes comparativamente com as empresas de média dimensão e superior em 332 vezes a dimensão das empresas classificadas como empresas de pequena dimensão.

4.2. Indicadores e Hipóteses de Estudo

Para procurar evidência da alteração da estrutura de capitais das empresas portuguesas, iremos analisar e interpretar os indicadores em seguida apresentados para o período de 2004-2011. Os indicadores utilizados nesta análise foram os seguintes:

$$\text{Nível de Endividamento} = \frac{\text{Passivo}_{it}}{\text{Ativo}_{it}} \quad (\text{I})$$

$$\text{Maturidade do Passivo} = \frac{\text{Passivo Corrente}_{it}}{\text{Passivo}_{it}} \quad (\text{II})$$

$$\text{Tipologia do Passivo} = \frac{\text{Dívidas comerciais}_{it}}{\text{Passivo}_{it}} \quad (\text{III})$$

O período de análise foi subdividido em duas partes: o período entre 2004 e 2007 que representa o período pré-crise, isto é, representa o período onde não existiram ruturas evidentes no mercado financeiro e onde existiu facilidade no acesso ao crédito e liquidez no mercado e o período entre 2008 e 2011, que representa o período de crise financeira, período caracterizado por problemas de liquidez e onde o acesso ao crédito é bastante restrito e limitado.

A escolha do Indicador *nível de Endividamento* permitirá testar a seguinte hipótese:

- *A alavancagem financeira das empresas diminui no período de 2007-2011*

Esta análise pretende evidenciar se existem variações significativas na forma de financiamento das empresas entre o período de 2004-2011. Permitirá averiguar se existiram restrições no acesso a financiamento por capitais alheios e em que dimensão a alavancagem financeira das empresas portuguesas foi afetada pela crise.

A escolha do Indicador relativo à *Maturidade do Passivo* assenta na necessidade de investigar possíveis variações na maturidade do financiamento por capitais alheios. Este indicador permite testar a seguinte hipótese:

- *No período de crise, o passivo corrente das empresas aumenta, dado que as empresas não conseguem financiamento com maturidade mais longo.*

É um indicador pertinente para apurar se as empresas encontram dificuldades em obter financiamento de maior maturidade dada a incerteza que paira no mercado durante o período de crise.

O Indicador relativo à *Tipologia do Passivo* visa por sua vez verificar possíveis alterações na utilização desta forma de financiamento dada a crise iniciada em 2008. Este indicador permite testar a seguinte hipótese:

- *No período de crise, as empresas substituem dívida bancária por dívida comercial.*

Este indicador permitirá analisar a importância do financiamento junto de fornecedores numa fase em que surgem restrições no acesso a financiamento bancário. Permitirá ainda discutir sobre a hipótese de complementaridade ou substituíbilidade desta fonte de financiamento por financiamento bancário.

5. Análise de Resultados

Neste capítulo apresentam-se os resultados das análises efetuadas à estrutura de capitais das empresas. Para uma melhor exposição dos resultados, este capítulo divide-se em 2 subcapítulos, análise univariada e análise multivariada. O subcapítulo análise univariada está dividido em 4 partes iniciando-se com a análise da evolução do ativo por dimensão da empresa, estendendo-se depois à forma como este é financiado através da análise de indicadores. Já o subcapítulo análise multivariada encontra-se dividido em 2 partes, onde a primeira apresenta o modelo base e as variáveis em estudo, e a segunda apresenta a análise efetuada das regressões com o intuito de testar a significância do impacto da crise no financiamento das empresas.

5.1. Análise univariada

5.1.1 Evolução do ativo

A Tabela 2 apresenta a evolução do ativo das empresas na amostra entre 2004 e 2011 de forma agregada, “Global”, e desagregada por dimensão de empresas, nomeadamente “Pequenas”, “Médias”, “Grandes”. O cálculo do valor do ativo apresentado resulta do cálculo da média das empresas relativas a cada grupo.

Tabela 2 - Evolução do ativo

<i>Ativo médio</i>		<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>
Pequenas	Milhares €	593	635	682	756	796	822	854	864
	Δ		7%	7%	11%	5%	3%	4%	1%
Médias	Milhares €	13 733	14 981	16 184	17 734	19 798	20 297	21 119	20 417
	Δ		9%	8%	10%	12%	3%	4%	-3%
Grandes	Milhares €	85 153	106 244	126 823	125 156	127 225	128 172	130 149	128 478
	Δ		25%	19%	-1%	2%	1%	2%	-1%
Global	Milhares €	1 160	1 305	1 452	1 546	1 631	1 669	1 723	1 714
	Δ		13%	11%	6%	5%	2%	3%	-1%

Globalmente verificamos que existiu um forte crescimento das empresas durante o período compreendido entre 2004 e 2007, aproximadamente 10% ao ano,

evidenciando-se depois uma redução clara no crescimento, culminando mesmo num decréscimo de 2010 para 2011 próxima de 1%.

Desagregando, verificamos que são as empresas de grande dimensão as primeiras a sentir o impacto da crise financeira visto que logo no ano de 2007 apresentam uma redução brusca na taxa de crescimento do seu ativo passando de uma taxa de crescimento de 14% em 2006 para uma redução no ativo de 1% em 2007. Nas pequenas empresas o impacto da crise só é visível mais tarde, em 2008, através de uma redução significativa na taxa de crescimento do ativo registando uma variação de 11% em 2007 para 5% em 2008. Já nas empresas de média dimensão só em 2009 é visível o impacto da crise com uma redução na taxa de crescimento do ativo de 12% para 3%.

Resumindo, podemos concluir que ambos os grupos apresentam uma diminuição clara no crescimento do ativo a partir de meados de 2007, não conseguindo nos anos seguintes voltar ao crescimento até aqui evidenciado. Estes resultados vão de encontro com os estudos de Ivashina e Scharfstein (2010), Akbar et al. (2012) e Almeida et al. (2009) onde se encontra evidência que as empresas, dadas as restrições no acesso ao crédito, verificado no período de crise, cortam as taxas de investimento.

5.1.2 Evolução da estrutura de capitais das empresas

A Tabela 3 evidencia o resultado do indicador nível de endividamento (passivo/ativo) de 2004 a 2011, tanto a nível agregado, “Global”, como desagregado, “Pequenas”, “Médias” e “Grandes”.

Tabela 3 - Evolução da Estrutura de Capitais das Empresas

<i>Passivo/Ativo</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>
Pequenas	69%	63%	60%	58%	56%	55%	54%	53%
Médias	70%	65%	66%	64%	63%	61%	59%	58%
Grandes	64%	64%	62%	62%	62%	62%	61%	60%
Global	69%	63%	60%	58%	56%	55%	54%	53%

Consistente com vários estudos (e.g.,(Campello et al. 2012) e (Iyer et al. 2010) que concluíram que o período de crise iniciado em finais de 2007 provocou fortes

restrições no acesso ao crédito, as empresas, independentemente da sua dimensão evidenciam uma clara diminuição do financiamento por capitais alheios. No caso das “pequenas” empresas em 2004, esta fonte de financiamento representava 69% do ativo, enquanto que em 2011 esse valor cai para apenas 53%. Nas empresas de média dimensão verificamos que existe também uma desalavancagem financeira. Em 2004, o financiamento por capitais alheios representava 70% do ativo das empresas de média dimensão e apenas 58% em 2011. Por sua vez, nas grandes empresas, apesar de se confirmar a mesma tendência de diminuição do nível de alavancagem, esta é muito menos expressiva (diminuição de 64% em 2004 para 60% em 2011). Não obstante disso, em todos os casos a diminuição da importância dos capitais alheios no financiamento do ativo, durante o período em análise (2004-2011) é progressiva e contínua. Globalmente, em 2004, o capital alheio representava em média 69% dos capitais investidos nas empresas, caindo esse valor para 53% em 2011.

A Tabela 4 seguinte apresenta os valores médios do passivo por dimensão de empresas para os dois períodos em análise e a sua evolução.

Tabela 4 - Variação da Estrutura de Capitais das Empresas

<i>Passivo/Ativo</i>	<i>2004-2007</i>	<i>2008-2011</i>	<i>Δ %</i>		<i>P value</i> ¹⁰
Pequenas	63%	54%	-13%	***	0.000
Médias	66%	60%	-8%	***	0.002
Grandes	63%	61%	-3%		0.620
Global	63%	55%	-13%	***	0.000

¹⁰ Teste estatístico t, para dados emparelhados que compara as médias dos dois períodos. *, **, *** significa que a diferença entre os 2 períodos é estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Globalmente, a alavancagem das empresas diminui cerca de 13% no período de crise, em comparação com o período de 2004 a 2007. De um ponto de vista mais desagregado, verificamos que são as pequenas empresas que mais reduzem os níveis de alavancagem, 13% enquanto as empresas classificadas como média e grande dimensão diminuem unicamente 8% e 3%, respetivamente. As diferenças nos níveis de alavancagem de um período para o outro nas pequenas e médias empresas são estatisticamente significativas para um nível de significância de 1%, contrário da diferença registada nas empresas de grande dimensão onde não obtivemos resultados estatisticamente significativos.

Estes resultados são consistentes com Iyer et al. (2010), Ivashina e Scharfstein (2010) e Akbar et al. (2012) que concluem que no período de crise existe uma clara redução no financiamento promovido pelas instituições financeiras às empresas. Por outro lado o facto da redução nos níveis de alavancagem ser superior nas empresas de menor dimensão vai mais uma vez de encontro com Iyer et al. (2010), concluindo estes que a redução verificada na oferta de crédito é mais significativa para empresas de menor dimensão e que estas empresas não conseguem compensar a redução na oferta de crédito bancário recorrendo a outras fontes alternativas de financiamento.

5.1.3 Evolução da maturidade do passivo

A Tabela 5 apresenta a evolução do indicador maturidade do passivo, Passivo Corrente/Passivo.

Tabela 5 - Evolução da Maturidade do Passivo

<i>P. Corrente/Passivo</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>
Pequenas	86%	85%	80%	82%	81%	80%	70%	67%
Médias	76%	75%	73%	72%	70%	69%	67%	63%
Grandes	70%	66%	66%	63%	58%	58%	50%	57%
Global	86%	84%	80%	82%	81%	79%	70%	67%

No universo analisado, verificamos que as empresas portuguesas utilizam na sua grande maioria dívida corrente, ou seja, contraem sobretudo dívida de com maturidade igual ou inferior a um ano. No entanto, verificamos uma tendência decrescente na utilização de dívida de curto prazo, dado que em 2004 a dívida de curto prazo ascendia aproximadamente a 86% do passivo das empresas, enquanto que em 2011 representa apenas 67%.

Partindo para a análise por dimensão das empresas verificamos que em 2004, as empresas de pequena e média dimensão recorrem mais a financiamento de curto prazo do que as empresas de grande dimensão. Esta tendência persiste ao longo de todo o período em análise, embora esta discrepância reduz-se ao longo do tempo. O ano de 2010 fica marcado como o ano onde se verificam as maiores reduções de passivo corrente em relação ao passivo total a nível global, contribuindo para isso as fortes diminuições verificadas nas empresas de pequena e grande dimensão. Uma das

justificações para estas alterações bruscas assenta no facto de o sistema bancário ter bloqueado a concessão de crédito de curto prazo nesta altura, com o objetivo de reduzir os seus próprios níveis de alavancagem. Esta medida influencia principalmente as empresas de pequena dimensão, uma vez o planeamento financeiro destas empresas assenta sobretudo em financiamento de curto prazo. Estes resultados corroboram as conclusões apresentadas por Iyer et al. (2010) relativas ao facto de que as restrições no acesso ao crédito bancário são mais visíveis nas pequenas novas empresas, uma vez que apresentam maiores riscos.

Não obstante disso, os três grupos de empresas possuem na sua estrutura de dívida, durante todo o período de análise, uma percentagem de passivo corrente superior a 50%.

A Tabela 6 apresenta os valores médios do indicador relativo à maturidade do passivo por dimensão das empresas para os dois períodos em análise e a sua evolução.

Tabela 6 - Variação da Maturidade do Passivo

<i>P. Corrente/Passivo</i>	<i>2004-2007</i>	<i>2008-2011</i>	<i>Δ %</i>		<i>p value</i> ¹¹
Pequenas	83%	74%	-11%	***	0.000
Médias	74%	67%	-9%	***	0.004
Grandes	66%	56%	-16%	***	0.007
Global	83%	74%	-11%	***	0.000

¹¹ Teste estatístico t, para dados emparelhados que compara as médias dos dois períodos. *, **, *** significa que a diferença entre os 2 períodos é estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

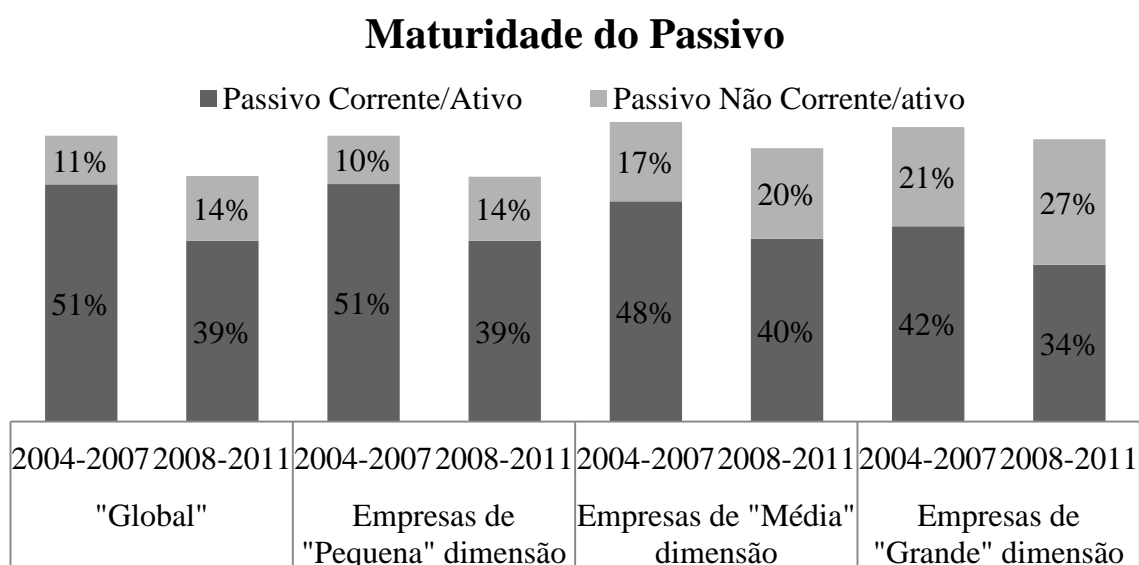
Analisando as diferenças entre períodos, verificamos que no período de crise a dívida corrente diminuiu cerca de 11%. A diminuição ocorreu de uma forma transversal por todas as empresas sendo maior nas empresas de maior dimensão.

Estes resultados vão de encontro aos encontrados por Akbar et al. (2012) uma vez que verificamos uma clara diminuição da importância do financiamento de curto prazo na estrutura de dívida.

O Gráfico 3 apresenta o nível de endividamento das empresas ponderado pelo ativo dividido em passivo corrente e não corrente para cada período.

Globalmente, do período pré-crise para o período de crise, verificamos uma diminuição de 12 pontos percentuais (pp.) na proporção de ativo financiado por passivo corrente e um aumento de 3 pp. da proporção de ativo financiado por passivo não corrente. Tendo em conta a dimensão das empresas verificamos que as variações são bastante similares, ou seja, uma diminuição clara no passivo corrente afeto e um aumento do passivo não corrente.

Gráfico 3 - Maturidade do Passivo



Mais uma vez estes resultados vão de encontro aos obtidos por Akbar et al. (2012) uma vez que encontramos evidência que a crise afeta sobretudo o endividamento de curto prazo.

5.1.4 Evolução das dívidas comerciais

De acordo com a revisão de literatura apresentada existem duas correntes distintas sobre a evolução do financiamento/créditos entre empresas não financeiras, nomeadamente as hipóteses de os créditos comerciais funcionarem com uma fonte de financiamento substituta ou complementar ao financiamento bancário.

Este subcapítulo visa analisar a evolução dos créditos comerciais, comparando o período de crise, período este caracterizado pela existência de restrições importantes no acesso ao financiamento bancário e verificar qual das hipóteses alternativas se verifica.

A Tabela 7 apresenta a evolução do indicador tipologia do passivo, nomeadamente dívidas comerciais/Passivo:

Tabela 7 - Evolução das dívidas comerciais

<i>Dívidas Comerciais/Passivo</i>	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Pequenas	31%	31%	44%	43%	43%	44%	49%	49%
Médias	44%	42%	46%	48%	49%	48%	46%	49%
Grandes	40%	44%	46%	45%	49%	53%	47%	47%
Global	31%	32%	44%	43%	43%	44%	49%	49%

Os resultados apresentados evidenciam uma tendência de crescimento desta fonte de financiamento em todas as empresas, durante o período de análise. Verificamos também que em 2004 as dívidas comerciais assumem maior importância na estrutura de capitais das empresas de média e grande dimensão, importância esta que se esbate nos anos seguintes. De realçar ainda que é nas pequenas empresas que se verifica o maior aumento nesta fonte de financiamento e que dívidas comerciais representam aproximadamente 50% do financiamento por capitais alheios em 2011 nos três grupos.

A Tabela 8 mostra a variação entre períodos:

Tabela 8 - Variação das dívidas comerciais

<i>Dívidas Comerciais/Passivo</i>	2004-2007	2008-2011	Δ %		<i>p value</i>¹²
Pequenas	37%	46%	24%	***	0.000
Médias	45%	48%	8%	*	0.079
Grandes	44%	49%	11%	*	0.096
Global	37%	46%	24%	***	0.000

¹² Teste estatístico t, para dados emparelhados que compara as médias dos dois períodos. *, **, *** significa que a diferença entre os 2 períodos é estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

No universo de empresas presentes na amostra, foi nas pequenas empresas que se registou a maior variação nesta fonte de financiamento, tendo aumentado no período de crise em 24% a utilização desta rubrica.

Estes resultados são consistentes com os obtidos por Garcia-Appendini e Montoriol-Garriga (2013) relativamente ao aumento dos créditos comerciais neste período de crise. Por outro lado, estes resultados são contraditórios com os obtidos por

Akbar e Rehman (2011) uma vez que verificamos um aumento das dívidas comerciais, como fonte de financiamento no período de crise.

Concluindo, os nossos resultados apontam para a validação da hipótese de os créditos comerciais funcionarem como uma fonte substituta de financiamento em períodos de restrições no acesso a financiamento bancário, tal como é apontado por Nilsen (2002).

5.2. Análise multivariada

Neste capítulo apresentam-se modelo econométrico utilizado e os resultados da análise multivariada efetuada à estrutura de capitais das empresas.

5.2.1 Modelo

O modelo usado nesta análise visa testar as hipóteses de estudo e explicar as variações nos indicadores anteriormente enunciados. O modelo utilizado foi usado por Akbar et al. (2012) quando estes estudaram o impacto da crise financeira nas empresas privadas no Reino Unido. A sua aplicação assenta numa análise de dados em painel com base em modelos de efeitos fixos. O uso de dados em painel traz problemas quanto à heterogeneidade entre as empresas. No entanto, a utilização de modelos de efeitos fixos resolve em parte este problema dado que a sua estimação é feita assumindo que a heterogeneidade das empresas capta-se na parte constante, que é diferente de empresa para empresa.

O modelo assume a seguinte forma:

$$Y_{it} = \lambda_{1i} + \Pi_1 * crise_{it} + \delta_2 * \Sigma X_{it} + \delta_3 * crise * \Sigma X_{it} + \mu_{it} \quad (IV)$$

A variável dependente (Y_{it}) representa, alternadamente, os indicadores mencionados no ponto anterior, nomeadamente, *Nível de Endividamento*, *Maturidade do Passivo* e *Tipologia do Passivo*. λ_1 caracteriza os efeitos fixos das empresas, Π_1 é o coeficiente que mede a diferença entre o período de crise e o período pré-crise. A variável *crise* é uma variável *dummy* que assume o valor “zero” para o período pré-crise 2004-2007 e “um” para o período de crise 2008-2011. O termo interativo δ_3 representa as mudanças de resposta por parte das empresas em relação a ambos os períodos e o X_{it} é o conjunto de variáveis independentes em que a empresa exerce controlo.

Como variáveis independentes, optamos por incluir variáveis de controlo como rendibilidade do ativo (ROA), tal como Akbar et al. (2012) e o logaritmo natural do ativo como *proxy* de dimensão/crescimento.

5.2.2 Resultados análise multivariada

Os resultados da estimação do modelo descrito no ponto 5.2.1 encontram-se apresentados na Tabela 9:

Tabela 9 - Output da estimação do modelo econométrico¹³

Variáveis	Regressão (1)		Regressão (2)		Regressão (3)	
	Passivo/ Ativo		Passivo Corrente/ Passivo		Dívidas Comerciais/ Passivo	
DC	-0.3227 *** (0.043)		-0.1104 *** (0.024)		0.1593 *** (0.023)	
Ln(Ativo)	-0.0050 (0.031)		0.0394 *** (0.003)		0.0393 *** (0.002)	
DC*Ln(Ativo)	0.0196 *** (0.003)		0.0007 (0.002)		-0.0063 (0.002)	
ROA	0.0037 *** (0.001)		-0.0007 *** (0.000)		-0.0003 *** (0.000)	
DC*ROA	-0.3042 *** (0.039)		0.1105 *** (0.019)		-0.0999 *** (0.017)	
Constante	0.6884 * (0.389)		0.3384 *** (0.032)		-0.1153 *** (0.024)	
N	57 952		57 952		57 952	
R2	0.011		0.053		0.049	

¹³ Desvio padrão entre parêntesis; *, **, *** significa que o coeficiente é estatisticamente significativo para um nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Iniciando a análise pela regressão 1, cuja variável dependente é o rácio passivo/ativo, verificamos todas as variáveis são estatisticamente significativas para um nível de significância de 1% com exceção da variável Ln(ativo).

A variável de maior interesse é a DC – *Dummycrise*. O coeficiente associado a esta variável apresenta sinal negativo, o que sugere, tal como esperado, que a crise financeira tem um impacto negativo no rácio passivo/ativo. Este resultado sugere assim que a oferta de crédito diminui consideravelmente com o início da crise tal como reportado na análise univariada.

O coeficiente associado à interação da variável *Dummycrise* com a variável Ln(Ativo), apresenta um sinal positivo, indicando que o efeito da crise na diminuição do crédito disponível é menor nas empresas de maior dimensão o que vai mais uma vez de encontro com a análise univariada.

A variável independente ROA - *Return on Assets*, apresenta um coeficiente com sinal positivo, estatisticamente significativo mas de valor reduzido pelo que a relação entre a rendibilidade do ativo e alavancagem é de impacto económico reduzido. No entanto o coeficiente associado à interação entre a variável ROA e a variável DC apresenta um sinal negativo que é tanto estatisticamente como economicamente significativo, expondo que em períodos de crise à medida que aumenta a rendibilidade do ativo das empresas, o nível de alavancagem diminui. Uma das justificações para esta relação depreende-se do facto de no período de crise, as empresas com maior rendibilidade apesar por certo terem maior possibilidade de conseguirem financiamento, irão abdicar dele devido às elevadas taxas de juros praticadas. Esta está ainda de acordo com a encontrada por Akbar et al. (2012) e é consistente com a teoria *Pecking Order*, na qual se conclui que as empresas com maior rendibilidade, nomeadamente com maiores ROA, utilizem menos dívida uma vez que estas empresas utilizam preferencialmente financiamento com recursos internos em vez de financiamento externo.

A regressão 2 apresenta a estimação do mesmo modelo mas relativo à variável dependente passivo corrente/passivo. Os coeficientes associados a todas as variáveis são significativos para um nível de significância de 1% com exceção do coeficiente associado à interação entre a variável DC e a variável LN(ativo), que não apresenta significância estatística. Mais uma vez o coeficiente associado à variável *Dummycrise* tem sinal negativo o que confirma os resultados da análise univariada indicando que o passivo corrente perde importância no período de crise. Estes resultados sugerem que no período de crise as empresas não conseguem financiar-se a curto prazo pelo facto de o sistema bancário ter bloqueado a concessão de crédito de curto prazo, com o objetivo de reduzir os seus próprios níveis de alavancagem o que vai de encontro com a escassez e aumento das dificuldades em angariar financiamento salientado na revisão de literatura. Esta evidência é consistente com as conclusões encontradas por Akbar et al. (2012).

O coeficiente associado à variável Ln(Ativo) apresenta sinal positivo o que indica que à medida que a dimensão das empresas aumenta, o financiamento de curto prazo ganha importância na estrutura de dívida. Apesar da significância estatística deste resultado, verificamos que esta conclusão não vai de encontro à obtida na análise univariada.

Relativamente ao coeficiente associado à variável que resulta da interação entre as variáveis ROA e DC, verificamos que apresenta um sinal positivo o que indica a

existência de uma relação positiva entre ROA e a importância do passivo corrente no passivo total ao contrário do que se verifica ao analisar a variável ROA. Por outras palavras, nas empresas com melhores rendibilidades o financiamento curto prazo ganha importância em relação ao que sucedia antes da crise.

Por fim, a regressão 3 apresenta a estimação do modelo com a variável dependente dívidas comerciais/passivo. Da análise da tabela 9, verificamos que tal como na regressão anterior os coeficientes associados a todas variáveis são estatisticamente significativos para um nível de significância de 1% com exceção do coeficiente associado à variável que resulta da interação entre as variáveis DC e LN(ativo), que não apresenta significância estatística. O coeficiente da variável *Dummycrise*, apresenta um sinal positivo, o que permite concluir que as dívidas comerciais aumentam no período de crise, tal como se concluiu na análise univariada. Dado que o período de crise é caracterizado por fortes restrições no acesso a financiamento bancário, este resultado vai de encontro à hipótese de substituição de dívida bancária por dívida comercial sugerida por Nilsen (2002), que prevê que em momentos de restrições no crédito as empresas aumentam o uso dos créditos comerciais para financiarem o ativo corrente. Esta conclusão vai de encontro com as principais conclusões obtidas por Garcia-Appendini e Montoriol-Garriga (2013) tal como consta na revisão de literatura.

Da análise do coeficiente da variável LN(ativo) conclui-se que quanto maior é a empresa, maior é a importância das dívidas comerciais na estrutura de financiamento da empresa, como se evidenciou na análise univariada. Por outro lado, ambos os coeficientes associados às variáveis ROA como da variável ROA*DC apresentam sinal negativo, o que sugere que as empresas com melhores rendibilidades possuem uma menor percentagem de financiamento através de dívida comercial.

Em resumo, da análise dos resultados apresentados, encontramos evidência estatística que a crise desenvolvida no período de 2008 a 2011 apresenta um impacto significativo na desalavancagem das empresas portuguesas, sendo que este processo é mais relevante nas empresas de menor dimensão. Por outro lado encontramos evidência estatística que as empresas com melhores rendibilidades, medidos pelo ROA apresentam níveis de alavancagem menores. Encontramos ainda evidência estatística que no período de crise, as empresas reduzem o financiamento de curto prazo em consequência das dificuldades encontradas na angariação de financiamento bancário,

dificuldades estas que se reduzem à medida que as empresas apresentem maiores rendibilidades do ativo. Por fim, encontramos evidência estatística que no período de crise as empresas aumentam as suas dívidas comerciais, financiando-se junto dos fornecedores, existindo uma substituição de dívida financeira por dívida comercial, sendo que esta forma de financiamento apresenta menor importância nas empresas à medida que a dimensão destas diminui assim como nas empresas com rendibilidades do ativo mais baixas.

6. Conclusões, limitações e sugestões para futura investigação

O presente trabalho teve como objetivo estudar as alterações na estrutura de financiamento das empresas portuguesas após a crise de 2008, período este caracterizado por problemas de liquidez e confiança nos mercados financeiros mundiais e pela crise da dívida soberana de alguns países na Europa, um dos quais, Portugal.

Para investigar o impacto da crise no financiamento das empresas portuguesas foi comparada a evolução de 3 indicadores no período de 2004 a 2007 onde existiu estabilidade no sistema financeiro mundial, crescimento económico e abundância de liquidez no mercado, com o período de 2008 a 2011, período de crise. Posteriormente, as empresas foram agregadas em pequenas, médias ou grandes, tendo por base o seu ativo, com o intuito de investigar se os efeitos eram diferentes de acordo com a dimensão das empresas.

Os resultados encontrados evidenciam que variações registadas entre 2004-2007 a 2008-2011 são estatisticamente significativas nos três indicadores estudados. Fica claro que a crise financeira afetou financiamento das empresas portuguesas, consistente com as conclusões de Akbar et al. (2012) e Iyer et al. (2010) entre outros.

Da análise efetuada ao nível do endividamento verificamos que as empresas portuguesas diminuem o seu passivo no período de crise, evidenciando um forte processo de desalavancagem, fruto dos choques na oferta de crédito verificados neste período, (Iyer et al. 2010). Por outro lado encontramos evidência estatística que é nas empresas de menor dimensão e nas empresas com maiores rendibilidades do ativo que ocorre uma maior diminuição do nível de endividamento, o que se justifica uma vez que as primeiras apresentam um nível de risco superior fruto de uma maior opacidade de informação, tal como sugerem Berger e Udell (1998) e porque as outras necessitam de menos fundos.

Por outro lado, na análise da maturidade do passivo, encontramos evidência estatística de uma diminuição considerável do passivo corrente no período de crise, consequência das limitações e exigências com que as empresas se deparam na contratação de dívida. Esta diminuição é mais significativa nas grandes empresas o que contraria as conclusões de Iyer et al. (2010).

Por fim, encontramos evidência estatística que no período de crise, as empresas portuguesas aumentam os passivos comerciais, o que vai de encontro com a hipótese de substituição de dívida financeira por dívida comercial defendida por Nilsen (2002). As empresas onde se regista o maior aumento de dívida comercial são as de menor dimensão, o que é consistente com o facto de serem estas as que sofrem mais restrições ao nível de acesso ao financiamento bancário. Encontramos ainda evidência estatística através da análise multivariada que esta forma de financiamento apresenta menor importância à medida que a dimensão da empresa diminui e nas empresas com menores rendibilidades do ativo.

Apesar da validade das conclusões apresentadas neste estudo, gostaria de salientar algumas limitações. A primeira limitação prende-se com a duração do período de estudo. Embora o estudo enlace o período pré-crise e de crise, seria preferível se fosse possível estender o estudo de modo a incluir o período de pós-crise. Por outro lado, embora este estudo aborde 4 anos alusivos ao período de crise, 2008-2011, a verdade é que ainda hoje não é possível afirmar qual a real duração desse período. Uma segunda limitação deste estudo prende-se com a base de dados utilizada. A base de dados disponível não apresenta grande detalhe de dados para os anos de 2004-2010, como por exemplo dados relativos ao passivo bancário das empresas, o que limita o alcance e as conclusões deste estudo.

Por fim, termino com algumas sugestões para futuras investigações. Uma delas resumir-se-ia ao alargamento deste estudo ao período após-crise e analisar a reação das empresas a essa mudança de conjuntura. Seria um estudo interessante, uma vez que permitiria construir uma *“big picture”* relativamente à forma como as empresas portuguesas reagem aos choques na oferta de crédito. Uma outra sugestão prender-se-ia com a realização de uma investigação similar a este estudo, com o objetivo de analisar o impacto da atual crise no investimento e/ou no desempenho das empresas portuguesas, estudo semelhante ao efetuado por Akbar e Rehman (2011), ou Duchin et al. (2010). Este estudo permitiria observar o comportamento dos gestores relativamente às suas decisões de investimento quando confrontados com as dificuldades intrínsecas à atual crise. Permitiria ainda mensurar em que medida as decisões de financiamento e de investimento, assim como a conjuntura desfavorável, afetam o desempenho das empresas portuguesas.

7. Bibliografia

- Akbar, S., Ormrod, P., e Rehman, S. (2012). "The Impact of Recent Financial Shocks on the Financing and Investment Policies of UK Private Firms." *International Review of Financial Analysis*.
- Akbar, S., e Rehman, S. (2011). "The Effect of the Credit Crisis on Performance and Investment Policies of the UK Public Firms." *Available at SSRN 1966528*.
- Almeida, H., Campello, M., Laranjeira, B., e Weisbenner, S. (2009). "Corporate debt maturity and the real effects of the 2007 credit crisis". City: National Bureau of Economic Research.
- Altman, E. I. (1984). "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question." *The Journal of Finance*, 39(4), 1067-1089.
- Berger, A., e Udell, G. (1998). "The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle." *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), 613-673.
- Campello, M., Giambona, E., Graham, J. R., e Harvey, C. R. (2010). *Liquidity management and corporate investment during a financial crisis*. National Bureau of Economic Research.
- Campello, M., Giambona, E., Graham, J. R., e Harvey, C. R. (2012). "Access to liquidity and corporate investment in Europe during the financial crisis." *Review of Finance*, 16(2), 323-346.
- Central de Balanços, B. d. P. (2011). *Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal*. Banco de Portugal.
- Couto, G., e Ferreira, S. (2010). "Os determinantes da estrutura de capital de empresas do PSI 20." *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9(1-2), 26-38.
- Dias, T., e Abreu, M. (2012). "A crise da dívida soberana portuguesa lida através dos spreads dos CDS da dívida portuguesa relativamente aos CDS da dívida alemã."

- Duchin, R., Ozbas, O., e Sensoy, B. A. (2010). "Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis." *Journal of Financial Economics*, 97(3), 418-435.
- Durand, D. (1952). "Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement". City: NBER.
- Garcia-Appendini, E., e Montoriol-Garriga, J. (2013). "Firms as liquidity providers: Evidence from the 2007–2008 financial crisis." *Journal of Financial Economics*.
- Gertler, M., e Gilchrist, S. (1993). "The role of credit market imperfections in the monetary transmission mechanism: arguments and evidence." *The Scandinavian Journal of Economics*, 43-64.
- Harris, M., e Raviv, A. (1991). "The theory of capital structure." *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Holmstrom, B., e Tirole, J. (1997). "Financial intermediation, loanable funds, and the real sector." *the Quarterly Journal of economics*, 112(3), 663-691.
- IMF. (2008). "World Economic Outlook." *Internal Monetary Fund Washintong, D. C.*
- Ivashina, V., e Scharfstein, D. (2010). "Bank lending during the financial crisis of 2008." *Journal of Financial Economics*, 97(3), 319-338.
- Iyer, R., Lopes, S., Peydro, J. L., e Schoar, A. (2010). "Interbank liquidity crunch and the firm credit crunch: Evidence from the 2007-2009 crisis." *unpublished, MIT*.
- Jensen, M. C., e Meckling, W. H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kahle, K. M., e Stulz, R. M. (2010). *Financial Policies and the Financial Crisis: How Important Was the Systemic Credit Contraction for Industrial Corporations?* , National Bureau of Economic Research.
- Modigliani, F., e 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., e Miller, M. H. (1963). "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction." *The American Economic Review*, 433-443.
- Myers, S. C. (1984). "Capital structure puzzle". City: National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
- Myers, S. C. (2001). "Capital structure." *Journal of Economic perspectives*, 81-102.
- Myers, S. C., e 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.
- Nilsen, J. (2002). "Trade credit and the bank lending channel." *Journal of Money, Credit, and Banking* Volume 34, Number 1, pp. 226-253.
- Petersen, M. A., e Rajan, R. G. (1997). "Trade credit: theories and evidence." *Review of Financial Studies*, 10(3), 661-691.
- Rocha, L. (2000). *A teoria financeira no contexto das pequenas e médias empresas: o caso do sector têxtil e de vestuário em Portugal*, Dissertação de Mestrado em Ciências Empresariais apresentada na Faculdade de Economia da Universidade do Porto.
- Ross, S. A. (1977). "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach." *The Bell Journal of Economics*, 23-40.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., e Jaffe, J. F. (2008). *Corporate finance*: The McGraw Company Inc.
- Stiglitz, J. E., e Weiss, A. (1981). "Credit rationing in markets with imperfect information." *The American economic review*, 393-410.