

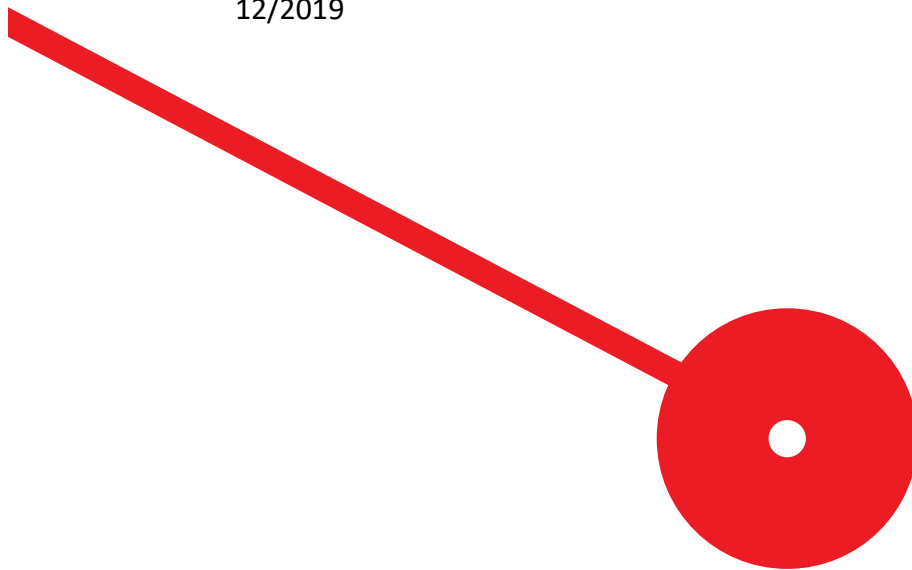


Política de Baixo Endividamento Financeiro: Fenómeno Temporário ou Persistente? O caso das Empresas Portuguesas

Carla Sofia Graça Reis de Matos Sampaio

(Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri)

12/2019



Política de Baixo Endividamento Financeiro: Fenómeno Temporário ou Persistente? O caso das Empresas Portuguesas

Carla Sofia Graça Reis de Matos Sampaio

Dissertação de Mestrado

**apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração
do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Finanças
Empresariais, sob orientação de Professor Doutor Armando Silva**

Agradecimentos

Quero agradecer em primeiro lugar, ao meu orientador, Professor Doutor Armando Silva, pela orientação desta dissertação e por todo o apoio incondicional desde o início.

Agradeço à minha família porque são eles o meu pilar. À minha mãe, à minha irmã, ao meu irmão, ao meu padrasto e à minha avó porque são eles que estão comigo todos os dias e que sabem bem as dificuldades e obstáculos que enfrentamos todos os dias, juntos. Ao meu pai, que apesar da distância, sempre foi das pessoas que mais me motivou e acreditou em mim, nunca permitindo que eu desistisse em momento algum.

Quero agradecer àqueles que eu também considero família, mas de coração: aos Casais, e, em especial, à mãe Lurdes, ao pai Nando e à Catarina por todo o apoio e motivação que me deram desde o início, mas principalmente, nesta fase final.

Resumo:

Este estudo investiga um grupo de empresas portuguesas do mesmo setor com baixo nível de endividamento financeiro em pelo menos durante um ano, entre 2011 e 2018, tentando encontrar os indicadores financeiros e características das empresas que aumentam a probabilidade de uma empresa enfrentar baixo nível de endividamento financeiro, assim como distinguir se este fenómeno é persistente ou apenas temporário. Os resultados obtidos mostram-nos que as empresas com baixo nível de endividamento financeiro são mais velhas, com rendibilidades superiores, maiores em dimensão de ativos, mais liquidez e com mais reservas de caixa. Analogamente, estas características são as que aumentam também a probabilidade de estas empresas preservarem o baixo nível de endividamento financeiro ao longo do tempo. Assim, as empresas que apresentam um baixo nível de endividamento financeiro nas suas estruturas de capital e de forma persistente são as que são mais velhas, evidenciam maiores rendibilidades, maior valor de ativos, maior tangibilidade dos seus ativos, maior liquidez e maiores depósitos bancários e caixa.

Palavras chave: Endividamento Financeiro, Financiamento, Rendibilidade, Tangibilidade

Abstract:

This study investigate a group of portuguese firms at the same industry with low leverage for at least one year, between 2011 and 2018 and we try to find the financial indicators and firms characteristics that increase the likelihood that the firms will face low level of financial debt, distinguish whether this phenomenon is persistent or only temporary. Our firms with low leverage are older, with higher returns, higher (total assets), more liquidity and more cash reserves. Similarly, the characteristics also increase the likelihood that these firms will preserve their low level of financial debt over the time. Thus, the firms that present a persistent low level of financial debt in their capital structures and persistently are oldest, with higher returns, higher asset value, higher tangibility of their assets, higher liquidity and higher cash reserves.

Key words: Financial Debt, Financing, Returnability, Tangibility

Índice Geral

Capítulo - Introdução	1
Capítulo I – Revisão de Literatura	4
1.1. Fenómeno de Baixo Endividamento.....	5
1.2. Características das empresas desalavancadas	6
1.3. Fatores explicativos da baixa alavancagem.....	7
1.3.1. Empresas sem necessidade de financiamento externo	8
1.3.2. Motivação das restrições financeiras	8
1.3.3. Flexibilidade financeira	9
1.3.4. Entrincheiramento dos gestores.....	10
Capítulo II – Estudo Empírico	12
2.1. Hipóteses de Investigação	13
2.2. Base de Dados e Amostra.....	15
2.3. Variáveis de Estudo Utilizadas	18
2.4. Estatística Descritiva	21
2.4.1. Modelo 1	21
2.4.2. Modelo 2	25
2.5. Metodologia Econométrica	28
Capítulo III – Resultados	30
3.1. Modelo 1	31
3.2. Modelo 2	32
3.3. Discussão de Resultados	34
Capítulo IV – Conclusão	41
Referências Bibliográficas	44

Índice de Tabelas

Tabela 1- Peso relativo do Volume de Negócios das empresas do Setor relativamente ao Total das empresas portuguesas – 2011 a 2017.....	15
Tabela 2 - Média do Nível de Endividamento Financeiro da amostra, por ano	17
Tabela 3 - Número de anos de baixo endividamento	18
Tabela 4- Distribuição das empresas por idades (2010).....	18
Tabela 5 - Variáveis explicativas do Modelo 1	20
Tabela 6 - Variáveis Explicativas do Modelo 2	21
Tabela 7 - Estatística Descritiva das Variáveis	22
Tabela 8- Matriz de Correlação entre as variáveis explicativas do modelo1	23
Tabela 9- Estatística descritiva das variáveis de acordo com o nível de endividamento financeiro.....	24
Tabela 10 - Estatística Descritiva Modelo 2.....	25
Tabela 11 - Matriz de Correlação de Pearson entre as variáveis do Modelo 2	26
Tabela 12 - Estatística Descritiva das variáveis em função do valor da variável dependente.....	27
Tabela 13 – Estimativas dos coeficientes das regressões – <i>Logit</i> e <i>Probit</i> (modelo 1)..	31
Tabela 14 - Estimativas dos coeficientes de regressão Modelo 2 - <i>Logit</i> e <i>Probit</i>	33

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Evolução do Endividamento Financeiro das empresas entre 2011 e 2018.. 17

Lista de abreviaturas

CAE – Classificação Portuguesa das Atividades Económicas

CFO – Chief Financial Officer (Diretor Financeiro)

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes* (Resultado Operacional)

ROE – *Return on Equity* (Rentabilidade do Capital Próprio)

ROIC – *Return on Invested Capital* (Rentabilidade Operacional dos Capitais Investidos)

CAPÍTULO - INTRODUÇÃO

As finanças empresariais preocupam-se, entre muitos outros assuntos, em identificar os determinantes da estrutura de capital das empresas e em encontrar a estrutura ótima de capital para as mesmas. No entanto, existem ainda muitas divergências sobre qual a teoria que melhor descreve as decisões de financiamento das empresas e qual o nível ideal de alavancagem financeira para cada empresa.

O mistério da alavancagem zero e do baixo endividamento financeiro têm provocado um interesse crescente nos investigadores das finanças empresariais em perceber este fenómeno e em avaliar quais os fatores determinantes deste nível de baixo endividamento financeiro. Entre alguns dos estudos realizados (Devos, Dhillon, Jagannathan, & Krishnamurthy, 2012; Dang, 2013; Strebulaev & Yang, 2013; Huang, Li, & Gao, 2017), têm sido avaliadas empresas de diferentes nacionalidades, mas alguns autores têm encontrado resultados que nem sempre são consistentes ou compreensíveis, principalmente quando se trata de estudos em países em desenvolvimento, como é o caso da China.

Nos últimos anos, o número de empresas que escolhe uma política de alavancagem zero tem aumentado em todo o mundo e Miller (1977) e Graham (2000, 2006) referem a importância de perceber quais os motivos que levam as empresas a utilizar menos dívida do que aquela que é idealmente proposta pela teoria do Trade Off e pela teoria do Pecking Order uma vez que, estes resultados parecem implicar que as empresas não otimizam a sua estrutura de capital para lucrar com os benefícios fiscais da dívida.

Este trabalho tem como objetivos principais analisar as empresas portuguesas cuja sua atividade económica se insere na secção G da Classificação Portuguesa das Atividades Económicas (CAE Rev. 3) – Comércio por grosso e a retalho; Reparação de veículos automóveis e motociclos. Foram escolhidas empresas desse setor em que se verificou, pelo menos uma vez, um fenómeno de baixo nível de endividamento financeiro (inferior ou igual a 20%) durante o período temporal de 2011 a 2018, procurando encontrar características comuns entre elas que as permitam distinguir das empresas altamente alavancadas financeiramente. Desta forma, foram também objetivos do presente estudo perceber quais os fatores que aumentam a probabilidade de uma empresa vir a ter um baixo nível de endividamento financeiro (inferior ou igual a 20%). O nível de baixo endividamento financeiro considerado como inferior ou igual 20% segue a metodologia apresentada no estudo de Minton e Wruck (2001).

Comparando também as empresas que utilizam este nível de endividamento financeiro de forma temporária com as que mantêm a política de baixo endividamento financeiro ao longo do tempo, tentamos igualmente verificar se os fatores que anteriormente influenciavam uma política de baixo endividamento financeiro das empresas, são os que aumentam igualmente a probabilidade de esta política se tornar temporária, e não apenas persistente.

Em termos de organização, inicialmente, neste trabalho, será apresentado um enquadramento teórico sobre o tema da alavancagem zero e baixa alavancagem financeira, reforçado pelos estudos empíricos realizados por diversos autores que estudaram o comportamento de empresas em diversos países (incluindo países desenvolvidos e países em desenvolvimento).

Segue-se um trabalho empírico próprio em que pretendemos estudar as empresas portuguesas com baixo nível de endividamento financeiro entre 2011 e 2018, procurando encontrar as características das empresas separadas por nível de endividamento, isto é, num grupo as observações com endividamento inferior ou igual a 20% e, no outro grupo, as observações em que o endividamento financeiro era superior a 20%. Através do modelo *Logit* e *Probit*, evidenciamos as variáveis que aumentam e/ou diminuem a probabilidade de a empresa seguir um baixo endividamento financeiro. Por último, testamos ainda um outro modelo em que a nossa variável explicada passa a ser o número de anos em que a empresa esteve endividada a um nível não superior a 20% durante o período da amostra, 2011 a 2018, e em que diversas variáveis explicativas são usadas para se avaliar os determinantes de tal persistência.

Na parte final deste trabalho apresentamos os resultados dos modelos de regressão, interpretando-os de forma a perceber qual é o grupo de empresas portuguesas deste setor que utiliza um baixo nível de endividamento financeiro, e se estas empresas utilizam este nível de endividamento financeiro de forma persistente ou apenas temporária. Face aos resultados obtidos, tentamos encontrar evidências para rejeitar e/ ou validar as hipóteses de investigação apresentadas neste estudo.

CAPÍTULO I – REVISÃO DE LITERATURA

1.1. Fenómeno de Baixo Endividamento

Nas Finanças Empresariais, existem duas teorias dominantes sobre os determinantes da estrutura de capital de uma empresa: a teoria do *Trade Off*, desenvolvida por Kraus e Litzenberger (1973) e a teoria do *Pecking Order*, desenvolvida por Myers e Majluf (1984). Ambas as teorias defendem o uso de dívida por causa dos benefícios fiscais associados à dívida e/ou custos financeiros mais baixos derivados de informações assimétricas. No entanto, a literatura ainda é indecisa sobre qual é a teoria que melhor descreve as decisões de financiamento para cada empresa, uma vez que nenhuma das duas é capaz de explicar porque tantas empresas seguem uma política de baixa alavancagem, e até mesmo um nível de alavancagem financeira zero.

Diversos autores mostram que o número de empresas sem dívida financeira nas suas estruturas de capital está a aumentar: nos Estados Unidos, de 1962 a 2009, em média, 10,2% das grandes empresas americanas cotadas em bolsa têm dívida zero (Strebulaev & Yang, 2013); no Reino Unido, o peso de empresas sem dívida financeira aumentou, em média, de 6,94% no período de 1890-1999 para 19,06% entre 2000 e 2007 (Dang, 2013); na China, o número de empresas com dívida zero aumentou de 49 empresas em 2000 para 505 em 2012, correspondendo a uma proporção de 20,73% de todas as empresas chinesas presentes no estudo (Huang et al., 2017); Bessler, Drobetz, Haller e Meier (2013) estudaram empresas de 20 países das bases de dados Compustat North America e Compustat Global, durante 1988 e 2011 e, verificaram que, em média, 17,58% adotaram uma política de alavancagem zero.

Os estudos de Miller (1977) e Graham (2000) mostraram que as empresas têm uma dívida significativamente menor do que era prevista pelas teorias dominantes da estrutura de capital das empresas, e este resultado pode significar que as empresas não otimizam a sua estrutura de capital para lucrar com os benefícios fiscais da dívida.

O mistério da “alavancagem zero” tem sido bastante estudado nos últimos anos (Bessler et al., 2013; Dang, 2013; Strebulaev & Yang, 2013; Huang et al., 2017) e grande parte destes autores testam duas hipóteses: as empresas são orientadas por gestores que colocam os seus próprios interesses acima dos objetivos da empresa e por isso abstém-se de dívida financeira, e a existência de restrições de financiamento que levam a que as empresas sejam pouco alavancadas.

Minton e Wruck (2001) estudaram o comportamento de empresas financeiramente conservadoras (com um nível de endividamento financeiro até 20%), documentando que estas seguem uma política financeira de acordo com a teoria do *Pecking Order* e após se terem focado na persistência temporal de uma política de baixo endividamento financeiro, defendem que esta não se trata de uma política de longo prazo, mas que surge como resultado de acontecimentos que temporariamente restringem o crédito às empresas. Contrariamente, Strebulaev e Yang, (2013) defendem que a alavancagem zero é um fenómeno persistente e não apenas temporário.

Devos et al. (2012) usam uma amostra de empresas sem alavancagem financeira e testam duas hipóteses: se estas têm gestores entrincheirados que se abstêm do financiamento da dívida ou se a existência de restrições financeiras é que leva as empresas a evitar a dívida financeira. Utilizando empresas que permaneceram sem dívida em pelo menos 3 anos consecutivos, testam estas duas hipóteses de forma a perceber se esta política é uma ação voluntária da empresa ou não.

Dang (2013) tenta explicar porque é que algumas empresas britânicas não apresentam dívida externa nas suas estruturas de capital, apesar da provada existência de benefícios no uso da dívida financeira e, para isso, testam duas hipóteses: primeiro, se a política de alavancagem zero é apenas uma consequência das restrições financeiras ou se é motivada por decisões estratégicas das empresas; e segundo, se as variáveis macroeconómicas desempenham um papel determinante nas políticas de financiamento das empresas.

Huang et al. (2017) foram motivados a estudar as empresas chinesas, no período de 2007 a 2014, porque poucos estudos apresentados até então se tinham focado no porquê destas empresas escolherem uma política de alavancagem zero e, para eles, os resultados não eram abrangentes e consistentes.

1.2. Características das empresas desalavancadas

Dang (2013) compreendeu que as empresas britânicas não eram homogêneas e dividiu-as em dois grupos que enfrentam diferentes níveis de restrições. Um dos grupos consistia em empresas jovens, em crescimento, com menos ativos, rentabilidade negativa e baixa tangibilidade – características que encaixam na descrição de uma empresa

tipicamente restringida financeiramente. O outro grupo não enfrentava severas restrições porque eram mais maduras e lucrativas, além de apresentarem maior tamanho, maiores garantias de colaterais (maior tangibilidade) e com taxas de distribuição de dividendos mais altas. Estes dois grupos apresentavam motivações diferentes para evitar dívida, um grupo consistente com a hipótese das restrições financeiras, e o outro com a hipótese da flexibilidade financeira. Estes resultados são semelhantes aos apresentados por Strebulaev e Yang (2013) que evidenciavam que as empresas que pagam dividendos são as que têm menor endividamento financeiro.

De acordo com Devos et al. (2012) as empresas com alavancagem zero são geralmente mais pequenas, jovens e em fase de crescimento. As empresas em fase de crescimento têm maior capacidade de autofinanciamento, baixa procura por financiamento externo e por essa razão, geralmente mantêm uma política de baixa alavancagem financeira. Estas empresas estão ainda a desenvolver uma reputação nos mercados de dívida e têm menos ativos tangíveis que possam ser usados como garantia para o financiamento da dívida.

As empresas financeiramente conservadoras descritas por Minton e Wruck (2001) apresentavam mais reservas de caixa do que as empresas altamente alavancadas, o que lhes permitia financiar os seus investimentos internamente e não ter de recorrer a financiamento externo.

Apesar de haver algumas pequenas diferenças entre os resultados dos autores, no geral, as empresas com alavancagem zero apresentam características comuns, como pagar altas taxas de dividendos, são mais lucrativas e apresentam maiores valores de reservas de caixa do que as empresas altamente alavancadas. (Byoun & Xu, 2013; Dang, 2013; Strebulaev & Yang, 2013).

1.3. Fatores explicativos da baixa alavancagem

A literatura existente aborda principalmente os vários fatores explicativos para explicar o motivo que leva as empresas a optar por uma política de alavancagem zero – necessidades inexistentes de financiamento externo, existência de restrições financeiras, gestão entrincheirada e flexibilidade financeira.

De acordo com Huang et al. (2017), as conclusões dos vários estudos realizados acerca do endividamento das empresas chinesas têm-se mostrado algo complexas e inconsistentes; no entanto, as restrições financeiras e a flexibilidade financeira são as principais razões que tentam explicar o fenômeno do baixo endividamento financeiro. Estes autores são pioneiros em questionar se as necessidades de financiamento externo podem influenciar o fenômeno anteriormente descrito.

1.3.1. Empresas sem necessidade de financiamento externo

Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), propuseram a teoria do *Pecking Order* que afirma que as empresas devem preferir financiamento interno ao financiamento externo, utilizando dívida apenas quando os fundos internos não forem suficientes para cobrir as necessidades de investimento. Desta forma, as empresas sem necessidades de financiamento são mais propensas a tornarem-se empresas com uma alavancagem zero. (Huang et al., 2017)

Similarmente, Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt e Maksimovic (2001) mostram que as empresas com rendimentos maiores têm menos procura por financiamento externo, corroborando com Minton e Wruck (2001) que sugerem que a capacidade de as empresas se autofinanciarem é a razão primordial para as empresas adotarem este conservadorismo financeiro.

1.3.2. Motivação das restrições financeiras

O motivo das restrições financeiras é o único fator que é aceite pela larga maioria dos investigadores. Baseado nas assimetrias de informação, as empresas podem sofrer com o condicionamento do crédito quando os credores não conseguirem avaliar a qualidade das empresas e dos seus investimentos. Por outro lado, se uma empresa não desenvolveu ainda uma boa reputação nos mercados financeiros, é possível que tenha dificuldade em aceder a dívida nos mercados obrigacionistas. Estes problemas de assimetria de informação levam a que os credores não consigam avaliar a qualidade dos ativos das empresas e por essa razão não conseguem aceder a financiamento externo, sendo forçadas a adotar uma política de alavancagem zero. (Dang, 2013; Huang et al., 2017)

Os resultados obtidos por Devos et al. (2012) são consistentes com o argumento das restrições financeiras, em que as empresas que escolheram esta política de alavancagem zero até demonstravam necessidades de financiamento externo mas foram obrigadas a optar por uma baixa alavancagem devido à existência de restrições financeiras que aumentam os custos de financiamento externo, forçando as empresas, como é o caso das mais jovens e mais pequenas (Hadlock & Pierce, 2010) a recorrer ao financiamento interno. Estas conclusões foram semelhantemente obtidas por Dang (2013), em que usando o tamanho e a idade de a empresa para testar a validade desta hipótese, as empresas restritas são tipicamente mais pequenas e mais jovens do que as empresas alavancadas, prevendo assim que o tamanho e a idade da empresa terão um efeito negativo na propensão de uma empresa ter alavancagem zero.

Bessler et al. (2013) complementam o estudo de Devos et al. (2012) e concluem que a maioria das empresas desalavancadas são restringidas financeiramente pela sua própria capacidade limitada de obter dívida, mas uma pequena parte das empresas desalavancadas escolhe voluntariamente esta política de alavancagem apenas num curto período devido à fraca flexibilidade financeira. Takami (2016) argumenta também que as restrições financeiras são poderosas a impulsionar as empresas para uma política de alavancagem zero.

1.3.3. Flexibilidade financeira

A flexibilidade financeira é definida como a capacidade de uma empresa ter acesso e reestruturar o seu financiamento a um custo baixo. Para compreender este fator, torna-se importante distinguir flexibilidade financeira de restrições financeiras. A flexibilidade financeira permite mitigar problemas de investimento quando se verificam restrições de acesso a capital e, seguidamente, reduzir ou evitar os custos decorrentes do stress financeiro. (Gamba & Triantis, 2008)

A intuição por detrás do argumento da flexibilidade é que as empresas usam a dívida de maneira conservadora hoje, a fim de preservarem a sua capacidade de financiar oportunidades de crescimento no futuro, isto é, preservar a sua flexibilidade financeira. As reservas de caixa de uma empresa têm um papel muito importante nesta hipótese como mecanismo de melhorar a capacidade de investimento. (Dang, 2013)

Diversos autores consideram a obtenção de flexibilidade financeira e a capacidade de a manter como o principal e mais importante fator determinante nas decisões da estrutura de capital das empresas (Denis & McKeon, 2010). Strebulaev e Yang (2013) também atribuem à flexibilidade financeira uma função importante na decisão de uma política de alavancagem zero.

Bessler et al. (2013) analisam o impacto do lado da procura e indicam que as empresas com uma alavancagem zero acumulam ativos maiores do que as empresas desalavancadas, fator este que pode ser motivado pela flexibilidade financeira, em particular em empresas que mantêm uma baixa alavancagem financeira num curto período temporal.

Para testar esta hipótese, Dang (2013) analisa os efeitos das oportunidades de crescimento e das reservas de caixa na política de alavancagem zero de uma empresa. Assim, as empresas com muitas opções de crescimento normalmente preservam a sua capacidade de dívida para investimentos futuros, evitando a dívida e acumulando dinheiro, sugerindo que quanto maiores forem as reservas de caixa de uma empresa, maior será a propensão para ter alavancagem zero.

A flexibilidade financeira futura torna-se um importante fator na escolha de uma política de alavancagem zero, no entanto, os estudos não mostram como é que especificamente este fator afeta a política de alavancagem zero. (Huang et al., 2017)

Apesar da hipótese das restrições financeiras e da flexibilidade financeira serem diferentes, estas complementam-se na explicação do fenómeno da alavancagem zero, uma vez que a flexibilidade financeira é provavelmente mais relevante para as empresas que não tem restrições financeiras, pois não faz sentido falar em empresas que querem preservar a sua capacidade de obter financiamento externo, se estas não desenvolveram ainda uma boa reputação nos mercados de dívida.

1.3.4. Entrincheiramento dos gestores

Outra vertente da literatura da alavancagem zero explora a qualidade dos mecanismos de *corporate governance* das empresas e o desvio dos interesses dos gestores em relação aos interesses da empresa como possíveis explicações para a alavacagem zero.

De acordo com Jensen e Meckling (1976), o entrincheiramento dos gestores é uma razão importante pelo qual as empresas se desviam da sua estrutura de capital ideal e enveredam por uma política de baixa alavancagem. Estes gestores optam por níveis baixos de alavancagem financeira por duas razões específicas: reduzir o risco específico da empresa e proteger o capital humano ou para benefícios privados com a redução de juros e o aumento de recursos durante o seu período (Stulz, 1990).

Dois estudos empíricos (Devos et al., 2012; Strebulaev & Yang, 2013) investigam as empresas de alavancagem zero nos EUA mas obtêm resultados distintos. De acordo com Strebulaev e Yang (2013), o entrincheiramento do gestor mostra-nos que os fracos mecanismos de *corporate governance* interno ou externo são mais predispostos a encorajar os gestores a evitar a dívida financeira e escolher uma política de alavancagem zero, evidenciando que as decisões de alavancagem zero das empresas são influenciadas pelas características dos gestores e do *corporate governance*. Por outro lado, Devos et al. (2012) argumentam que o *corporate governance* não explica a tendência conservadora das empresas em obter dívida. Mais especificamente, estes últimos autores mostram que uma empresa usará um baixo nível de dívida financeira, não porque os gestores colocam os seus interesses à frente dos objetivos da empresa e preferem políticas financeiras conservadoras de modo a evitar os encargos financeiros decorrentes da dívida, mas sim porque essa mesma empresa tem acesso limitado aos mercados de dívida. Desta forma, rejeitam a hipótese do entrincheiramento dos gestores como fator explicativo de uma política de alavancagem zero.

Tendo por base os objetivos desta dissertação, apresentaremos neste capítulo as hipóteses de investigação, a amostra de empresas utilizada, as diversas variáveis estudadas e testadas, as estatísticas descritivas das mesmas, assim como as metodologias que nos permitiram, em conjunto, obter respostas para a validação e/ou rejeição das hipóteses apresentadas.

Para saber quais os fatores determinantes que levam as empresas a utilizar uma política de baixo endividamento, poderíamos ter utilizado uma metodologia qualitativa na qual se inquiriam (a esse respeito) especificamente os CFO das empresas portuguesas. Essa metodologia trabalha com base em valores, hábitos, atitudes e opiniões (Bodgan & Biklne, 1994); no entanto, dada a morosidade deste processo e a previsível baixa participação das empresas neste tipo de estudos, optamos (no presente trabalho) por uma metodologia quantitativa, em que através de dados recolhidos a partir de uma base de dados empresarial se recolhem indicadores e informações observáveis. Desta forma, é possível testarmos hipóteses de investigação através de uma análise estatística e econométrica.

2.1. Hipóteses de Investigação

Através dos dados disponíveis para a amostra em estudo, pretendemos analisar as características das empresas que sustentam a existência de uma política de baixo endividamento financeiro.

Uma das variáveis a explicar será uma variável *dummy* que traduz a probabilidade de uma empresa ser pouco endividada, sendo que esta variável assume o valor 1 caso a empresa siga uma política de baixo endividamento e valor 0 caso contrário.

As variáveis explicativas utilizadas são indicadores financeiros e outras características das empresas, e estão em linha com a literatura existente sobre o baixo endividamento referida anteriormente: **Rendibilidade, Idade da Empresa, Tamanho da Empresa, Tangibilidade, ROE, ROIC, Liquidez, Depósitos Bancários e Caixa, Encargos Financeiros e Taxa de Crescimento do Volume de Negócios.**

Assim, pretendemos averiguar o efeito que cada uma das variáveis acima mencionadas tem na variável explicada, demonstrando relações que favorecem ou

prejudicam esse endividamento. Para tal, queremos testar as seguintes hipóteses de investigação:

H1 A) as empresas com baixo nível de endividamento financeiro são mais jovens.

H1 B) As empresas com baixo nível de endividamento financeiro são as que possuem rendibilidades inferiores.

H1 C) As empresas com baixo nível de endividamento financeiro são as que apresentam menores taxas de crescimento.

Num segundo modelo, queremos estudar a persistência do fenómeno do endividamento financeiro e, para tal, criamos uma variável explicada que corresponde ao número de anos em que as nossas empresas mantiveram um baixo nível de endividamento financeiro entre o período em análise. Esta variável explicada apresenta-se igualmente como uma variável binária, que assume o valor de 1 quando a empresa mantém um endividamento financeiro por um período inferior ou igual a 3 anos (fenómeno temporário), e o valor 0 se mantiver este nível de endividamento durante mais de 3 anos (fenómeno persistente). A definição de fenómeno temporário e persistente aproxima-se da metodologia apresentada por Minton e Wruck (2001).

As variáveis explicativas serão as mesmas do modelo anterior, mas correspondem agora à média das observações para cada empresa. Desta forma, queremos perceber o efeito que cada uma das variáveis explicativas tem sobre a variável explicada, evidenciando relações que favorecem a durabilidade do baixo endividamento financeiro, testando as seguintes hipóteses de investigação.

H2 A) As empresas com baixo nível de endividamento financeiro persistente são mais pequenas.

H2 B) As empresas com baixo nível de endividamento financeiro persistente são as que têm menores tangibilidades.

H2 C) As empresas com baixo nível de endividamento financeiro persistente são as que apresentam menores reservas de caixa.

Estas hipóteses medem o efeito que algumas das variáveis têm sobre as variáveis explicadas, e optamos por estas variáveis por serem as que, de acordo com os autores

mencionados anteriormente, das que melhor explicam o baixo endividamento financeiro das empresas, e que puderam ser replicadas neste estudo.

2.2. Base de Dados e Amostra

A amostra em análise foi retirada da base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), fornecida pelo Bureau Van Dijk, disponível no ISCAP. Esta base de dados contém informação financeira e não financeira de empresas portuguesas, provenientes de dados contabilísticos e relatórios oficiais das mesmas.

Para este estudo começamos por delimitar a amostra a empresas portuguesas que se encontram ativas durante todo o período em análise e possuam forma jurídica como: sociedade por quotas, sociedade unipessoal por quotas e sociedade anónima. Seguidamente, selecionamos apenas as empresas em que a sua atividade económica se insere na secção G da Classificação Portuguesa das Atividades Económicas (CAE Rev. 3) – Comércio por grosso e a retalho; Reparação de veículos automóveis e motociclos. Por fim, optamos por um horizonte temporal de 8 anos, compreendido entre 2011 e 2018.

Decidimos escolher este setor para a realização deste estudo devido ao importante peso relativo do volume de negócios destas empresas em relação ao volume de negócios do total das empresas portuguesas. De facto, e de acordo com os dados disponíveis no portal Pordata, atendendo ao volume de negócios total e por setor de atividade económica, estas empresas têm representado cerca de 1/3 do volume de negócios das empresas portuguesas para o período temporal de 2011 a 2017 (Tabela 1).

Ano	Volume de Negócios do Comércio por grosso e a retalho	Total Volume de Negócios das empresas portuguesas	Peso do Setor no Total do Volume de Negócios
2011	125 852,00	384 459,80	33%
2012	117 347,40	360 601,60	33%
2013	116 784,80	353 904,40	33%
2014	119 578,70	355 141,80	34%
2015	123 744,50	359 503,80	34%
2016	128 087,70	365 805,70	35%
2017	137 458,50	397 694,20	35%

Tabela 1- Peso relativo do Volume de Negócios das empresas do Setor relativamente ao Total das empresas portuguesas – 2011 a 2017 Fonte: PORDATA

Desta forma, a nossa amostra corresponde a um total de 7 201 empresas que correspondem a todas as empresas com endividamento financeiro igual ou inferior a 20%, em pelo menos um dos anos entre o período de 2011 e 2018, e com valores conhecidos para todas as variáveis em estudo.

No entanto, de forma a aplicar o modelo *Logit* e o modelo *Probit*, as observações para cada ano da mesma empresa foram testadas como observações independentes, tendo ficado a nossa amostra com um total de 57 608 observações. Assim, cada empresa tem 8 observações, correspondentes a cada ano do período em análise. Deste total de observações, 30 090 correspondem a observações de empresas em que no ano de observação, seguem uma política de baixo endividamento financeiro e 27 518 correspondem a observações de empresas que tiveram nesse determinado ano, um endividamento financeiro superior a 20 %.

Para a escolha do baixo nível de endividamento financeiro de 20% seguimos a metodologia apresentada por Minton e Wruck (2001) que definem uma empresa como financeiramente conservadora se esta apresentar um índice de dívida financeira até 20%.

É importante também realçar que pressupomos que existe um desfasamento temporal entre a variável explicada e as outras variáveis explicativas, uma vez que o nível de endividamento financeiro de um ano pode ser causado pelo desempenho económico e financeiro da empresa no ano anterior. Esta metodologia foi utilizada igualmente por Strebulaev e Yang (2013), Bessler et al.(2013) e Huang et al. (2017). Assim, o período temporal da variável explicada é de 2011 a 2018, mas as variáveis explicativas têm um período temporal de 2010 a 2017.

De acordo com o gráfico 1 podemos verificar que as empresas portuguesas da nossa amostra estão a tornar-se cada vez menos endividadas, sendo que em 2011 o número de empresas com endividamento inferior ou igual a 20% era de 2812 correspondendo a 39% do total das empresas e esse valor tem aumentado consideravelmente em todos os anos, sendo que em 2018 havia 4785 empresas com esse nível de endividamento financeiro, correspondendo a 66% do total das empresas da amostra.

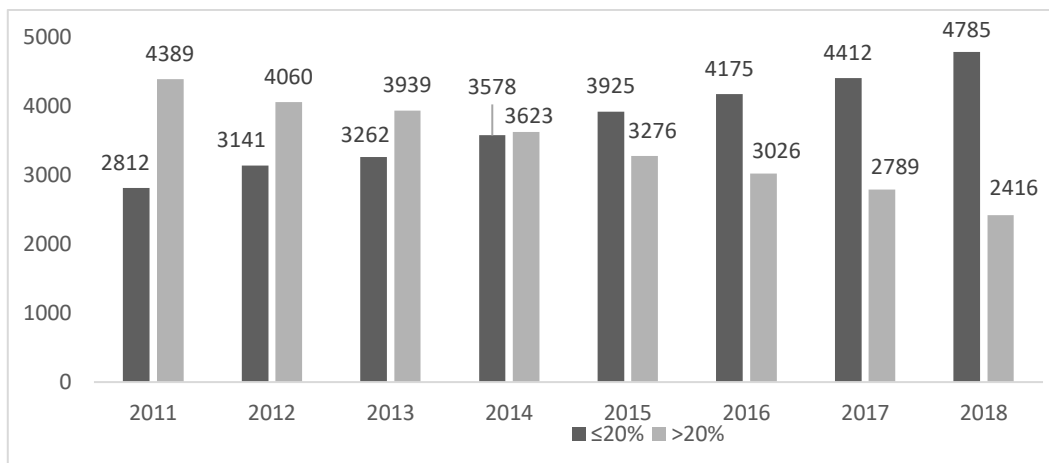


Gráfico 1 - Evolução do Endividamento Financeiro das empresas entre 2011 e 2018. Fonte: Elaboração Própria

Na tabela que se segue (tabela 2), evidenciamos o nível médio de endividamento financeiro das empresas desta amostra, por ano, durante o período temporal de 2011 a 2018. Podemos verificar que em 2011, o nível médio de endividamento financeiro era de 32,23%, mas no último ano em análise, 2018, o nível médio de endividamento financeiro das empresas da amostra era de 22,17%, valor esse que tem vindo a diminuir em todos os anos. Verificamos também que as empresas portuguesas, em média, estão perto do nível de baixo endividamento considerado como limiar neste estudo, ou seja 20%.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Média do Endividamento	22,17%	22,45%	22,99%	23,92%	25,73%	27,99%	29,86%	32,23%

Tabela 2 - Média do Nível de Endividamento Financeiro da amostra, por ano. Fonte: Elaboração Própria

Relativamente ao número de anos em que estas empresas registaram um baixo endividamento financeiro, podemos verificar através da tabela 3 que temos presentes na nossa amostra 1504 empresas que registaram uma política de baixo endividamento financeiro, apenas durante um ano no período de 2011 a 2018. Por outro lado, tivemos 1302 empresas com endividamento igual ou inferior a 20% em todos os anos do período em análise. Estes dois extremos relativamente ao número de anos em que as empresas tiveram baixo endividamento financeiro são, os valores com maior peso relativo, representando em conjunto quase 39% do número total de empresas desta amostra.

Nº de anos de endividamento financeiro	1	2	3	4	5	6	7	8	Total
Nº de empresas com baixo endividamento financeiro	1504	999	869	769	636	546	576	1302	7201
Peso relativo	20,9%	13,8%	12,1%	10,7%	8,8%	7,6%	8%	18,1%	100%

Tabela 3 - Número de anos de baixo endividamento. Fonte: Elaboração Própria

Uma vez que a antiguidade da empresa é identificada na literatura como um fator condicionante do desempenho económico e do nível de endividamento financeiro da empresa, dividimos a idade das empresas no início deste estudo (2010) em três grupos: até 5 anos, entre 6 e 20 anos, e por fim, com mais de 20 anos de existência. Na tabela que se segue (tabela 4) apresentamos a distribuição das empresas da amostra pelos três grupos. Podemos verificar que existe um grupo de empresas que predomina nesta amostra, uma vez que mais de metade das empresas têm entre 6 e 20 anos (51,58%).

	Nº Empresas	Frequência Relativa
Até 5 anos	823	11,43%
Entre 6 e 20 anos	3714	51,58%
Mais de 20 anos	2664	36,99%
Total	7201	100,00%

Tabela 4- Distribuição das empresas por idades (2010). Fonte: Elaboração Própria

2.3. Variáveis de Estudo Utilizadas

Variáveis Dependentes

Endividamento (END): definida por uma variável binária que assume o valor 1 quando as empresas têm um rácio de endividamento financeiro inferior ou igual a 20% e o valor 0 caso contrário, isto é, as empresas apresentam um rácio de endividamento financeiro superior a 20%. O rácio de endividamento representa o somatório de passivo de médio e longo prazo com a dívida financeira de curto prazo, a dividir pelo total do ativo. Este rácio é também muito próximo do utilizado por Strebulaev e Yang (2013). Uma vez que queremos estudar apenas endividamento financeiro, não faria sentido utilizar o total do Passivo no numerador deste rácio.

Número de Anos de Endividamento (ANOSEND): Num segundo modelo, a variável explicada assume-se igualmente como uma variável binária, que corresponde ao valor 1 quando o somatório do número de anos em que a empresa esteve pouco endividada não ultrapassa os 3 anos, e 0 quando a empresa se assume com baixo endividamento financeiro durante um período superior a 3 anos, no intervalo de tempo em estudo.

Variáveis Independentes

Nas tabelas que seguem (Tabela 5 e 6) apresentamos as definições das variáveis explicativas para cada modelo, assim como a fórmula de cálculo dessas mesmas variáveis.

Modelo 1:

REND1	Rendibilidade (%) Definida pelo rácio EBIT – <i>Earnings Before Interest and Taxes</i> (Resultados Operacionais) sobre o Ativo Total. Esta variável permite avaliar o desempenho operacional da empresa e não é condicionada pela política de financiamento
IDADE1	Idade da Empresa (Nº anos) Esta variável é medida pela diferença entre o ano em estudo e o ano de constituição da empresa
TAM1	Tamanho da empresa Variável definida como o logaritmo (de base 10) do total dos ativos da empresa
TANG1	Tangibilidades dos ativos (%) Variável definida como o rácio dos ativos tangíveis da empresa sobre o total dos ativos
ROE1	Return on Equity / Rentabilidade do Capital Próprio (%) Variável definida como o rácio entre o resultado líquido sobre o capital próprio
ROIC1	Return on Invested Capital / Rentabilidade Operacional dos Capitais Investidos (%) Variável definida como o rácio entre o EBIT depois de impostos sobre o capital investido (Ativos fixos + necessidades de fundo de manei)
LIQ1	Liquidez (%) Variável definida pelo rácio de liquidez geral de uma empresa que corresponde ao Ativo Corrente sobre o Passivo Corrente
DEPCX1	Depósitos Bancários e Caixa (%) Variável definida pelo rácio dos depósitos bancários e caixa sobre o total dos ativos
ENCFIN1	Encargos financeiros (%) Variável definida pelo rácio dos juros e gastos similares suportados sobre o total dos ativos
CRESCVN1	Taxa de Crescimento do Volume de Negócios (%) Variável definida pela taxa de crescimento do volume de negócios, calculada a partir das variações de volume de negócios de cada empresa entre anos consecutivos.

Tabela 5 - Variáveis explicativas do Modelo 1. Fonte: Elaboração Própria

Modelo 2:

REND2	Rendibilidade (%) Definida pela média das observações da Rendibilidade (REND1) de cada empresa, entre 2010 e 2017.
IDADE2	Idade da Empresa (Nº Anos) Definida pela média das observações da Idade (IDADE1) de cada empresa, entre 2010 e 2017.
TAM2	Tamanho da empresa Definida pela média das observações do Tamanho (TAM1) de cada empresa, entre 2010 e 2017.
TANG2	Tangibilidades dos ativos (%) Definida pela média das observações da Tangibilidade (TANG1) de cada empresa, entre 2010 e 2017.
ROE2	Return on Equity / Rentabilidade do Capital Próprio (%) Definida pela média das observações da Rentabilidade do Capital Próprio (ROE1) de cada empresa, entre 2010 e 2017.
ROIC2	Return on Invested Capital / Rentabilidade Operacional dos Capitais Investidos (%) Definida pela média das observações da Rentabilidade Operacional dos Capitais Investidos (ROIC1) de cada empresa, entre 2010 e 2017.
LIQ2	Liquidez (%) Definida pela média das observações da Liquidez Geral (LIQ1) de cada empresa, entre 2010 e 2017.
DEPCX2	Depósitos Bancários e Caixa (%) Definida pela média das observações dos Depósitos Bancários e Caixa (DEPCX1) de cada empresa, entre 2010 e 2017.
ENCFIN2	Encargos financeiros (%) Definida pela média das observações dos Encargos Financeiros (ENCFIN1) de cada empresa, entre 2010 e 2017.
CRESCVN2	Taxa de Crescimento do Volume de Negócios (%) Definida pela média das observações da Taxa de Crescimento do Volume de Negócios (CRESCVN1) de cada empresa, entre 2010 e 2017.

Tabela 6 - Variáveis Explicativas do Modelo 2. Fonte: Elaboração Própria

2.4. Estatística Descritiva

2.4.1. Modelo 1

A Tabela seguinte (Tabela 7) apresenta a estatística descritiva para as variáveis explicativas presentes na análise econométrica:

	Observações	Média	Mediana	Desvio Padrão	Valor Mínimo	Valor Máximo
REND1 (%)	57 608	5,98	4,73	14,51	-281,07	221,47
IDADE1 (anos)	57 608	22,76	19	14,56	2	101
TAM1	57 608	2,42	2,38	0,60	0,07	5,48
TANG1 (%)	57 608	13,98	6,81	17,77	0	99,83
ROE1 (%)	57 608	9,35	6,74	36,47	-938,36	1925,07
ROIC1 (%)	57 608	8,51	6,36	26,92	-601,09	959,17
LIQ1 (%)	57 608	8,77	3,53	31,53	0	2063,47
CRESCVN1 (%)	57 608	4,01	-0,97	58,81	-100	3260,35
DEPCX1 (%)	57 608	27,80	20,83	24,58	-204,95	179,92
ENCINF1 (%)	57 608	0,25	0	0,74	0	66,08

Tabela 7 - Estatística Descritiva das Variáveis. Fonte: Elaboração Própria

Nesta tabela podemos observar a estatística descritiva das variáveis explicativas do nosso modelo, onde se verifica que temos uma amostra de 57 608 observações, a que correspondem a um total de 7201 empresas. As empresas que compõem esta amostra apresentam, em média, uma idade superior a 20 anos e apresentam uma rentabilidade positiva. Através do nível de endividamento financeiro verificamos que, as nossas empresas têm, em média, uma alavancagem financeira superior a 20%, mas, se olharmos para a mediana vemos que 50% das nossas observações têm um nível de endividamento financeiro até 19,33%, que classificamos como baixo endividamento financeiro. No entanto, como verificamos anteriormente, estes valores médios têm vindo a diminuir ao longo dos anos, assim como, também tem diminuído o número de empresas com endividamento superior a 20%.

Uma vez que iremos utilizar todas as variáveis explicativas em simultâneo nos modelos, apresentamos na tabela seguinte (tabela 8), a matriz de correlação entre todas essas variáveis através os coeficientes de correlação de Pearson entre as variáveis do modelo.

	REND1	IDADE1	TAM1	TANG1	ROE1	ROIC1	LIQ1	ENCFIN1	DEPCX1	VN1
REND1	1.0000									
IDADE1	-0.1381	1.0000								
TAM1	0.0886	0.0949	1.0000							
TANG1	-0.0478	-0.0494	0.1051	1.0000						
ROE1	0.4853	-0.0951	0.0270	-0.0110	1.0000					
ROIC1	0.6656	-0.1121	0.0518	-0.0304	0.6862	1.0000				
LIQ1	-0.0129	0.0367	-0.0722	-0.0752	-0.0199	-0.0243	1.0000			
ENCFIN1	-0.0282	-0.0611	-0.0118	0.0699	0.0322	0.0320	-0.0335	1.0000		
DEPCX1	0.1856	-0.0029	-0.1293	-0.2401	0.0748	0.1075	0.1345	-0.1019	1.0000	
VN1	0.1324	-0.0511	-0.0124	0.0051	0.1043	0.1263	-0.0222	0.0106	-0.006	1.0000

Tabela 8- Matriz de Correlação entre as variáveis explicativas do modelo 1. Fonte: Elaboração Própria

Através da matriz de correlação podemos verificar que não existem problemas de multicolinearidade significativos entre as variáveis explicativas. Existe uma maior

correlação entre a rentabilidade com o ROE e com o ROIC, e entre o ROE com o ROIC, mas isso deve-se à proximidade do cálculo destes rácios.

Seguidamente, apresentamos os valores da estatística descritiva das variáveis, divididas em dois grupos, as que tem baixo endividamento (END=1) e as que não tem baixo endividamento (END=0). Nesta amostra existem 30 090 observações de baixo endividamento e 27 518 observações de alto endividamento, correspondentes a 7201 empresas para um período de 8 anos.

	Média		Desvio Padrão		Valor Mínimo		Valor Máximo	
	1	0	1	0	1	0	1	0
REND1 (%)	6,95	4,92	12,86	16,05	-281,07	-227,76	197,28	221,47
IDADE1 (anos)	24,40	20,97	14,82	14,05	2	2	99	101
TAMI	2,44	2,41	0,60	0,60	0,27	0,07	5,48	0,61
TANG1 (%)	12,39	15,71	16,75	18,66	0	0	99,79	99,83
ROE1 (%)	8,55	10,22	18,92	48,90	-495,34	-938,36	816,05	1925,07
ROIC1 (%)	8,34	8,69	17,24	34,53	-503,94	-601,09	816,05	959,17
LIQ1 (%)	12,73	4,42	40,05	17,36	0,25	0	2063,47	1267,65
ENCFIN1 (%)	0,13	0,37	0,58	0,86	0	0	66,08	29,52
DEPCX1 (%)	32,40	22,77	26,03	21,81	-100,35	-204,95	100	179,92
CRESCVN1 (%)	1,43	6,82	48,23	68,42	-100	-98,80	3260,35	2387,66

Tabela 9- Estatística descritiva das variáveis de acordo com o nível de endividamento financeiro. Fonte: Elaboração Própria

Começando pela análise da rentabilidade, podemos ver que, em média, as empresas com baixo nível de endividamento financeiro apresentam maiores rentabilidades do que as empresas altamente alavancadas.

As empresas com baixo nível de alavancagem financeira são, em média, mais rentáveis, mais velhas, maiores (em valor do total de ativos), apresentam menor percentagem de ativos tangíveis sobre o total dos ativos, tem um maior rácio de liquidez e maiores reservas de caixa (medida pela variável dos depósitos bancários e caixa). Sugere-se então que num modelo que estime as variáveis que aumentem a probabilidade de uma empresa seguir uma política de baixo endividamento financeiro, estas variáveis apresentem um coeficiente positivo. Por outro lado, as variáveis que assumam, em média, valores maiores para o grupo das observações em que não se verifica um baixo nível de

endividamento financeiro, espera-se que nos modelos de regressão detenham um coeficiente negativo, diminuindo assim a probabilidade de a empresa ter baixo endividamento financeiro. É o caso da tangibilidade, o ROE, o ROIC, os encargos financeiros e a taxa de crescimento do volume de negócios.

2.4.2. Modelo 2

A Tabela seguinte (Tabela 10) apresenta a estatística descritiva para as variáveis presentes na análise econométrica do modelo 2:

	Observações	Média	Mediana	Desvio Padrão	Valor Mínimo	Valor Máximo
REND2 (%)	7201	5,99	5,47	14,51	-92,02	78,04
IDADE2 (anos)	7201	22,75	19	14,57	5	97
TAM2	7201	2,42	2,34	0,61	0,41	5,28
TANG2 (%)	7201	13,98	7,88	17,77	0	98,65
ROE2 (%)	7201	9,35	7,46	36,47	-145,25	292,96
ROIC2 (%)	7201	8,51	7,21	26,92	-102,97	147,68
LIQ2(%)	7201	8,83	6,02	31,61	1,23	426,20
CRESCVN2 (%)	7201	2,65	-0,47	58,81	-62,33	471,06
DEPCX2 (%)	7201	27,80	22,93	24,59	-20,98	99,12
ENCINF2 (%)	7201	0,25	0,06	0,74	0	8,26

Tabela 10 - Estatística Descritiva Modelo 2. Fonte: Elaboração Própria

Nesta tabela verificamos que tal como referido anteriormente, as variáveis explicativas correspondem à média das observações da empresa para cada variável, durante os 8 anos do período em análise.

As empresas que compõem esta amostra apresentam, em média, uma idade superior a 20 anos e apresentam uma rendibilidade positiva. Tal como se apurou no modelo 1, esta amostra é bastante diversificada a nível de indicadores financeiros.

Uma vez que iremos utilizar todas as variáveis explicativas em simultâneo nos modelos, apresentamos na tabela seguinte (tabela 11), a matriz de correlação entre todas essas variáveis através dos coeficientes de correlação de Pearson entre as variáveis explicativas do modelo.

	REND2	IDADE2	TAM2	TANG2	ROE2	ROIC2	LIQ2	ENCFIN2	DEPCX2	VN2
REND2	1,0000									
IDADE2	-0,2166	1,0000								
TAM2	0,1148	0,0939	1,0000							
TANG2	-0,0295	-0,0462	0,1234	1,0000						
ROE2	0,6589	-0,1847	0,0403	-0,0069	1,0000					
ROIC2	0,8216	-0,2002	0,0799	-0,0223	0,7900	1,0000				
LIQ2	-0,0159	0,0488	-0,1236	-0,1178	-0,0436	-0,0452	1,0000			
ENCFIN2	-0,0081	-0,0732	-0,0127	0,0759	0,0716	0,0778	-0,0563	1,0000		
DEPCX2	0,2393	-0,0085	-0,1563	-0,2382	0,1345	0,1736	0,2198	-0,1474	1,0000	
VN	0,1570	-0,0962	-0,0515	-0,0035	0,1566	0,1719	-0,0222	0,0484	-0,0031	1,0000

Tabela 11 - Matriz de Correlação de Pearson entre as variáveis do Modelo 2. Fonte: elaboração Própria

À semelhança do que se verificou no modelo 1, os eventuais problemas de correlação existentes seriam entre as variáveis Rendibilidade e ROE, Rendibilidade e

ROIC, e entre o ROE e ROIC, mas como supramencionado, estas correlações significativas advêm da proximidade de cálculo das variáveis.

A tabela subsequente (tabela 12) mostra-nos a estatística descritiva das variáveis explicativas do modelo, mas separadas de acordo com o número de anos em que se verificou que as empresas tiveram baixo endividamento financeiro. Assim, se as empresas tiveram baixo endividamento financeiro durante um período temporal entre 1 e 3 anos (inclusive), à variável dependente é atribuído o valor 1, e se o período temporal de baixo endividamento é superior a 3 anos, então a variável dependente assume o valor 0.

	Média		Mediana		Desvio Padrão		Valor Mínimo		Valor Máximo	
	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0
REND2 (%)	5,63	6,29	5,49	5,43	9,67	8,61	-60,63	-92,02	78,04	63,16
IDADE2 (anos)	20,97	24,34	17	21	13,61	14,84	5	5	97	95
TAM2	2,40	2,44	2,35	2,39	0,59	0,60	0,41	0,80	4,78	5,28
TANG2 (%)	15,39	12,73	9,42	6,90	16,73	15,61	0	0	95,47	98,65
ROE2 (%)	10,89	7,99	8,73	6,59	21,69	12,17	-145,25	-94,41	292,96	135,50
ROIC2 (%)	9,39	7,73	8,12	6,47	16,74	11,31	-100,41	-102,97	147,68	135,29
LIQ2 (%)	4,29	12,69	2,84	6,13	9,08	23,41	1,23	2,64	289,72	426,20
ENCFIN2 (%)	0,36	0,15	0,13	0,03	0,58	0,31	0	0	8,26	4,48
DEPCX2 (%)	22,89	32,12	18,67	27,89	17,89	22,72	-20,98	-12,59	93,27	99,12
CRESCVN2 (%)	4,95	0,62	0,56	-1,2	23,71	15,10	-62,33	-55,69	471,06	363,84

Tabela 12 - Estatística Descritiva das variáveis em função do valor da variável dependente. Fonte: Elaboração Própria

As empresas com baixo nível de endividamento temporário são, em média, mais novas, menores (em valor do total de ativos) e apresentam menores rendibilidades, maior percentagem de ativos tangíveis sobre o total dos ativos, um menor rácio de liquidez e menores reservas de caixa (medida pela variável dos depósitos bancários e caixa). Sugerimos então, que num modelo que estime as variáveis que aumentem a probabilidade de uma empresa seguir uma política de baixo endividamento financeiro de forma temporária, as variáveis TANG, ROIC, ENCFIN apresentam um coeficiente positivo. As outras variáveis ao assumirem, em média, valores maiores para o grupo das observações em que se verifica um baixo nível de endividamento financeiro de forma persistente,

esperamos que nos modelos de regressão apresentem um coeficiente negativo, diminuindo assim a probabilidade de este fenómeno ser apenas temporário.

2.5. Metodologia Econométrica

No nosso primeiro modelo de regressão linear (modelo 1), a nossa variável dependente corresponde a uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa tem, em cada ano, um nível de endividamento financeiro inferior ou igual a 20%, e o valor 0 quando a empresa apresenta, em cada ano, um nível de endividamento superior a 20%. Como a nossa variável dependente é binária testamos dois modelos econométricos para avaliar a relação entre a variável dependente e as independentes: o modelo *Logit* e o modelo *Probit*, que são os mais indicados na presença de uma variável explicada *dummy*. Assim, pretendemos explicar o impacto que as variáveis explicativas têm sobre a probabilidade de a empresa seguir uma política de baixo endividamento financeiro. Enquanto o modelo *Logit* adota uma distribuição de probabilidade do tipo logístico, o modelo *Probit* adota uma distribuição de probabilidade normal. No entanto, estes dois modelos são muito semelhantes e os resultados também.

Adicionalmente, testamos, no modelo 2, uma nova análise de regressão neste trabalho. Voltando à amostra inicial de 7201 empresas, a nossa variável dependente passa a ser o número de anos que, no período temporal de 2011 a 2018, a empresa se comportou com baixo endividamento financeiro. Neste caso, assumimos novamente a variável explicada como uma variável *dummy*, mas que corresponde agora ao valor 1 quando a empresa tem baixo endividamento financeiro até durante 3 anos e que qualificamos como um fenómeno temporário, e o valor 0 quando a empresa assumiu um endividamento financeiro entre 4 e 8 anos durante o período em análise, classificando-o como um fenómeno persistente. Relativamente às variáveis explicativas, estas correspondem à média das observações de cada empresa para essa variável durante os 8 anos do período em análise.

Aplicando novamente o modelo *Logit* e *Probit*, pretendemos distinguir as características das empresas que seguem uma alavancagem financeira de forma temporária e as que adotam de forma persistente. Esta análise permite-nos sustentar os resultados da análise anterior, de forma a validar ou rejeitar as hipóteses inicialmente apresentadas.

O modelo 1 será estimado da seguinte forma:

$$\text{Equação 1: } Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{REND}_{1,i,t-1} + \beta_2 \text{IDADE}_{1,i,t-1} + \beta_3 \text{TAM}_{1,i,t-1} + \beta_4 \text{TANG}_{1,i,t-1} + \beta_5 \text{ROE}_{1,i,t-1} + \beta_6 \text{ROIC}_{1,i,t-1} + \beta_7 \text{LIQ}_{1,i,t-1} + \beta_8 \text{ENCFIN}_{1,i,t-1} + \beta_9 \text{DEPCX}_{1,i,t-1} + \beta_{10} \text{VN}_{1,i,t-1}$$

em que: $Y_{i,t}$ corresponde à observação da empresa i para determinado ano t (durante 2011 e 2018), que corresponde a 1 se a empresa tiver nesse ano um baixo endividamento financeiro ($\leq 20\%$) e 0 se não tiver baixo endividamento financeiro ($>20\%$).

O modelo 2 será estimado da seguinte forma:

$$\text{Equação 2: } Y_i = \beta_0 + \beta_1 \text{REND}_{2,i} + \beta_2 \text{IDADE}_{2,i} + \beta_3 \text{TAM}_{2,i} + \beta_4 \text{TANG}_{2,i} + \beta_5 \text{ROE}_{2,i} + \beta_6 \text{ROIC}_{2,i} + \beta_7 \text{LIQ}_{2,i} + \beta_8 \text{ENCFIN}_{2,i} + \beta_9 \text{DEPCX}_{2,i} + \beta_{10} \text{VN}_{2,i}$$

em que Y_i corresponde à observação da empresa i para o número de anos em que a empresa obteve um baixo endividamento, assumindo o valor 1 se a empresa tiver um baixo endividamento financeiro durante um período não superior a 3 anos e 0 se tiver baixo endividamento financeiro durante mais de 3 anos.

Neste capítulo, evidenciamos uma apresentação dos resultados obtidos pelos modelos de regressão propostos no capítulo anterior, em que há uma exposição e interpretação de todos os coeficientes das variáveis explicativas.

Por fim, comparamos os vários modelos de regressão utilizados de forma a entender se estes se complementam e se, em conjunto, conseguimos validar e/ou rejeitar as hipóteses de investigação inicialmente apresentadas.

3.1. Modelo 1

Na tabela seguinte (tabela 12), expomos as estimativas dos coeficientes de regressão, quer pelo modelo *Logit*, quer pelo modelo *Probit*, identificando o efeito de cada variável explicativa no variável dependente.

	<i>Logit</i>				<i>Probit</i>			
	Estimate*	Std. Error	Z Value	Pr (> Z)**	Estimate	Std. Error	Z Value	Pr (> Z)**
REND1	0,0244 (1,0246)	0,001	17,352	<2e-16	0,0117	0,001	15,765	<2e-16
IDADE1	0,0152 (1,0153)	0,001	21,925	<2e-16	0,0097	0,001	23,502	<2e-16
TAM1	0,2508 (1,2850)	0,018	13,757	<2e-16	0,1323	0,011	12,027	< 2e-16
TANG1	-0,0023 (0,9977)	0,001	-4,255	2,09e-05	-0,0022	0,001	-6,693	-2,19e-11
ROE1	-0,0034 (0,9966)	0,001	-6,931	4,17e-12	-0,0018	0,000	-6,623	3,51e-11
ROIC1	-0,0073 (0,9927)	0,001	-7,873	3,46e-15	-0,0032	0,001	-6,568	5,11e-11
LIQ1	0,0490 (1,0503)	0,001	35,629	<2e-16	0,0114	0,001	21,904	< 2e-16
ENCFIN1	-0,7236 (0,4849)	0,022	-32,784	<2e-16	-0,3833	0,012	-31,753	< 2e-16
DEPCX1	0,0103 (1,0104)	0,0004	24,176	<2e-16	0,0077	0,000	30,569	< 2e-16
CRESCVN1	-0,0018 (0,9982)	0,0002	-7,923	2,31e-15	-0,0008	0,000	-7,027	2,11e-12

*nesta coluna serão apresentados os coeficientes do modelo, e por baixo o efeito marginal sobre a variável explicada; ** todas as variáveis explicativas são estatisticamente significativas a um nível de significância de 1%
Tabela 13 – Estimativas dos coeficientes das regressões – Logit e Probit (modelo 1). Fonte: Elaboração Própria

De acordo com os resultados da tabela 13, verificamos que os resultados dos modelos de regressão *Logit* e *Probit* são semelhantes e, por isso, iremos apenas interpretar os resultados do modelo *Logit*. Todas as variáveis explicativas presentes neste modelo comportam-se como estatisticamente significativas.

Focando-nos agora nos resultados da anterior tabela para a regressão logística, as variáveis Rendibilidade (medida pela REND1), Idade, Tamanho, Liquidez e Depósitos Bancários e Caixa têm uma influência positiva para que a empresa tenha baixo endividamento. Como o modelo *Logit* nos indica o efeito marginal sobre a variável dependente, estas variáveis ao terem um coeficiente positivo, aumentam a probabilidade de a empresa seguir um baixo endividamento financeiro, isto é, a variável dependente assumir o valor 1.

Contrariamente, as variáveis Tangibilidade, ROE e ROIC, Encargos Financeiros e Taxa de Crescimento do Volume de Negócios têm um coeficiente negativo, o que fazem diminuir a probabilidade de a empresa apresentar baixo endividamento financeiro.

3.2. Modelo 2

	<i>Logit</i>				<i>Probit</i>			
	Estimate**	Std. Error	Z Value	Pr (> Z)	Estimate*	Std. Error	Z Value	Pr (> Z)
REND2	-0,0778 (0,9260)	0,009	-8,547	<2e-16	-0,0350	0,005	-7,660	1,87e-14
IDADE2	-0,0126 (0,9875)	0,002	-6,288	3,21e-10	-0,0083	0,001	-6,911	4,80e-12
TAM2	-0,3771 (0,6859)	0,048	-7,862	3,77e-15	-0,2027	0,028	-7,129	1,01e-12
TANG2	-0,0016 (0,9984)	0,002	-0,956	0,339*	-0,0004	0,001	-0,288	0,773*
ROE2	0,0178 (1,0180)	0,004	4,739	2,15e-06	0,0097	0,002	4,693	2,69e-06
ROIC2	0,0311 (1,0316)	0,007	4,636	3,55e-06	0,0127	0,003	3,645	2,68e-04
LIQ2	-0,1150 (0,8912)	0,006	-18,924	<2e-16	-0,0479	0,003	-17,112	<2e-16
ENCFIN2	1,1739 (1,5348)	0,081	14,413	<2e-16	0,6258	0,045	13,957	<2e-16
DEPCX2	-0,0097 (0,9904)	0,002	-6,217	5,05e-10	-0,0081	0,001	-8,954	<2e-16
VN2	0,0166 (1,0168)	0,002	8,147	3,74e-16	0,0080	0,001	7,247	4,25e-13

*TANG não é estatisticamente significativa, todas as restantes variáveis são estatisticamente significativas.

Tabela 14 - Estimativas dos coeficientes de regressão Modelo 2 - *Logit* e *Probit*. Fonte: Elaboração Própria

De acordo com os resultados da tabela anterior para a regressão logística, as variáveis Rendibilidade, Idade, Tamanho, Tangibilidade, Liquidez e Depósitos Bancários e Caixa têm uma influência negativa para que a empresa assuma um baixo nível de endividamento financeiro de forma temporária. Como o modelo *Logit* nos indica o efeito marginal sobre a variável dependente, estas variáveis ao terem um coeficiente negativo, diminuem a probabilidade de a empresa ter baixo endividamento apenas temporariamente, isto é, a variável dependente assumir o valor 1.

Contrariamente, as variáveis ROE, ROIC, Encargos Financeiros e Taxa de Crescimento do Volume de Negócios têm um coeficiente positivo, o que faz aumentar a probabilidade de este fenómeno de baixo endividamento ser temporário.

À exceção da variável TANG, todas as variáveis se comportaram como estatisticamente significativas em ambas as regressões.

3.3. Discussão de Resultados

Depois de apresentados todos os resultados de ambos os modelos estudados, um para os fatores que determinam uma política de baixo endividamento financeiro, e outro para os fatores que explicam a durabilidade da adoção de uma política de baixo endividamento financeiro, podemos então analisar, individualmente, o efeito marginal de cada variável explicativa na hipótese de a variável dependente assumir o valor 1, com base nos coeficientes obtidos em todas as regressões e, confrontar estes resultados com o que era esperado, de acordo com os resultados de outros autores explanados anteriormente na revisão de literatura.

Rendibilidade (medida pelas variáveis REND1 e REND2)

No modelo 1 verificamos, que o aumento de 1% na rendibilidade da empresa, vai aumentar a probabilidade de a empresa ter baixo endividamento em 2,46%. Assim, as empresas com baixo endividamento financeiro são mais rendáveis, o que nos leva a rejeitar a H1 B) em que formulávamos que as empresas com baixo endividamento financeiro eram as que apresentavam menor rendibilidades.

Estes resultados alinham-se com os apresentados por Strebulaev e Yang (2013), que sugerem que empresas com resultados maiores, geram maior nível de fundos internos, que não sendo distribuídos aos acionistas, diminuem assim a necessidade de a empresa contrair dívida financeira.

Estes resultados são semelhantes com os de Barbosa e Pinho (2016), que estudam a estrutura de capital das empresas portuguesas, onde sugerem que as empresas com maiores rendibilidades tendem a utilizar mais financiamento interno do que as empresas com menores rendibilidades. De acordo com a teoria do *Trade Off*, a rendibilidade de uma empresa deverá estar positivamente relacionada com a alavancagem das empresas uma vez que permite explorar potenciais benefícios fiscais (Kraus & Litzenberger, 1973).

No modelo 2, o aumento de 1% na rentabilidade da empresa vai diminuir a probabilidade de este fenómeno de baixo endividamento ser temporário em 7,40%, induzindo que as empresas mais rentáveis são as que adotam esta política de baixo endividamento de forma persistente.

Idade

No modelo 1 verificamos, que o aumento de 1 ano na idade da empresa, vai aumentar a probabilidade de a empresa ter baixo endividamento em 1,53%. Assim, as empresas com baixo endividamento são mais velhas do que as empresas com alto nível de endividamento financeiro, o que nos induz a rejeitar H1 A) em que enunciávamos que as empresas com baixo nível de endividamento financeiro eram mais jovens.

No modelo 2, o aumento de 1 ano na idade da empresa vai diminuir a probabilidade de este fenómeno de baixo endividamento ser temporário em 1,25%, induzindo que as empresas mais velhas são as que adotam esta política de baixo endividamento de forma persistente.

As empresas mais velhas têm reputação nos mercados de dívida, que pode ser analisada como um fator positivo pelos potenciais credores, em prol das empresas mais jovens, em crescimento, e sem reputação no mercados de dívida, evidenciando uma relação positiva entre o baixo endividamento financeiro e a idade das empresas (Barbosa & Pinho, 2016). Outros autores (Minton & Wruck, 2001; Bessler et al., 2013; Dang, 2013; Strebulaev & Yang, 2013) defendem o contrário, incutindo que as empresas mais novas eram menos endividadas, pois estas não teriam acesso aos mercados de crédito.

Tamanho (TAM)

No modelo 1 verificamos que, o aumento de 1% no logaritmo do total de ativos da empresa, vai aumentar a probabilidade de a empresa ter baixo endividamento em 28,50%. Assim, as empresas com baixo endividamento são maiores do que as empresas com alto nível de endividamento financeiro. Esta variável é a que tem maior efeito marginal positivo sobre a variável dependente e, por isso, consideramos o tamanho dos ativos de uma empresa como o principal fator da adoção de uma política de alavancagem zero.

No modelo 2, o aumento de 1% no logaritmo do total de ativos da empresa vai diminuir a probabilidade de este fenómeno de baixo endividamento ser temporário em 31,41%, induzindo que as empresas maiores são as que adotam esta política de baixo endividamento de forma persistente. Estes resultados permitem-nos rejeitar H2 A) no qual propúnhamos que as empresas com endividamento financeiro persistente eram menores em valor de ativos totais da empresa.

A dimensão da empresa relaciona-se com problemas de assimetria de informação e, de acordo com Barbosa e Pinho (2016), os credores tendem a considerar as empresas de maior dimensão mais transparentes e com menor risco de crédito. É de esperar que uma empresa maior em termos do total de ativos, tenha atingido uma reputação nos mercados de dívida que outra empresa mais pequena não consiga e, por isso, mais fácil é de ser endividada.

Tangibilidade (TANG)

No modelo 1 verificamos que, o aumento de 1% na tangibilidade dos ativos da empresa, vai diminuir a probabilidade de a empresa ter baixo endividamento em 0,23%. Assim, as empresas com baixo endividamento têm menor percentagem de ativos tangíveis sobre o total dos seus ativos do que as empresas com alto nível de endividamento financeiro.

No modelo 2, o aumento de 1% na tangibilidade dos ativos da empresa vai diminuir a probabilidade de este fenómeno de baixo endividamento ser temporário em 0,16%, induzindo que as empresas com maior peso relativo de ativos tangíveis são as que adotam esta política de baixo endividamento de forma persistente, ao invés de uma política de baixo endividamento financeiro temporário. De acordo com estes resultados, rejeitamos H2 B) em que exprimíamos a ideia de que as empresas com endividamento financeiro persistente eram as que apresentavam menor percentagem de ativos tangíveis sobre o total dos seus ativos.

Stulz e Johnson (1985) também sugerem que quanto maior for o ativo de uma empresa que possa ser utilizado como garantia, maior será o nível de endividamento financeiro, uma vez que será menos provável que essa empresa caia em incumprimento e o custo de financiamento será também mais baixo.

Rentabilidade do Capital Próprio (ROE)

No modelo 1 verificamos que o aumento de 1% na rentabilidade do capital próprio da empresa, vai diminuir a probabilidade de a empresa ter baixo endividamento em 0,34%.

No modelo 2, o aumento de 1% na rentabilidade do capital próprio da empresa, vai aumentar a probabilidade de este fenómeno de baixo endividamento ser temporário em 1,80%.

O retorno sobre o Capital Próprio é tal como a rentabilidade, um dos indicadores mais comuns para medir o desempenho económico de uma empresa, no entanto verificamos que este valor é, em média, inferior à rentabilidade, e tem efeitos contrários na adoção de uma política de baixo endividamento. Verificamos, que quanto à duração desta política de financiamento, as empresas que utilizam dívida financeira por um período até 3 anos, apresentam uma maior rentabilidade dos capitais próprios.

Rentabilidade do Capital Investido (ROIC)

No modelo 1 verificamos que o aumento de 1% na rentabilidade do capital próprio da empresa, vai diminuir a probabilidade de a empresa ter baixo endividamento em 0,73%.

No modelo 2, o aumento de 1% na rentabilidade do capital próprio da empresa, vai aumentar a probabilidade de este fenómeno de baixo endividamento ser temporário em 3,16%.

Este indicador financeiro segue as mesmas tendências da rentabilidade do capital próprio, em que as empresas que utilizam dívida financeira por um período até 3 anos, apresentam uma maior rentabilidade dos capitais investidos.

Liquidez (LIQ)

No modelo 1 verificamos que, o aumento de 1% no rácio de liquidez geral de uma empresa, vai aumentar a probabilidade de a empresa ter baixo endividamento em 5,03%.

Assim, as empresas com baixo endividamento financeiro têm maior liquidez do que as empresas com alto nível de endividamento financeiro.

No modelo 2, o aumento de 1% no rácio de liquidez geral de uma empresa vai diminuir a probabilidade de este fenómeno de baixo endividamento ser temporário em 10,88%, induzindo que as empresas com maior liquidez geral são as que adotam esta política de baixo endividamento de forma persistente, ao invés de uma política de baixo endividamento financeiro temporário.

Encargos Financeiros (ENCFIN)

No modelo 1 verificamos que o aumento de 1% nesta variável explicativa, vai diminuir a probabilidade de a empresa ter baixo endividamento em 51,51%. Assim, já seria de esperar que as empresas com altos níveis de endividamento tivessem maior percentagem de juros e gastos similares obtidos sobre o total do ativo, pelo facto de estas empresas serem mais pequenas em total de ativos, o que faz aumentar este rácio.

No modelo 2, o aumento de 1% nos encargos financeiros sobre o total do ativo, vai aumentar a probabilidade de este fenómeno de baixo endividamento ser temporário em 53,48%.

Depósitos Bancários e Caixa (DEPCX):

No modelo 1 verificamos que, o aumento de 1% no rácio dos depósitos bancários e caixa de uma empresa, vai aumentar a probabilidade de a empresa ter baixo endividamento em 1,04%. Assim, as empresas com baixo endividamento têm maior disponibilidade financeira.

No modelo 2, o aumento de 1% no rácio de liquidez geral de uma empresa vai diminuir a probabilidade de este fenómeno de baixo endividamento financeiro ser temporário em 0,96%, induzindo que as empresas com maior peso relativo de depósitos bancários e caixa são as que adotam esta política de baixo endividamento de forma persistente, ao invés de uma política de baixo endividamento financeiro temporário. Estes resultados permite-nos uma rejeição de H2 C) em que postulávamos que as empresas com

endividamento financeiro persistente são as que apresentam menor valor de depósitos bancários e caixa.

Os nossos resultados estão alinhados com os de Strebulaev e Yang (2013) que assumem uma relação negativa entre o nível de Endividamento Financeiro e os Depósitos Bancários e Caixa, sendo as empresas menos endividadas as que usufruem de uma maior quantia de depósitos bancários e caixa.

Volume de Negócios (VN)

No modelo 1 verificamos que, o aumento de 1% na taxa de crescimento do volume de negócios de uma empresa, vai diminuir a probabilidade de a empresa ter baixo endividamento em 0,18%. Assim, as empresas com baixo nível endividamento financeiro evidenciam um crescimento do volume de negócios superior ao das empresas com alto nível de endividamento financeiro, permitindo-nos rejeitar H1 C).

No modelo 2, o aumento de 1% na taxa de crescimento do volume de negócios de uma empresa vai aumentar a probabilidade de este fenómeno de baixo endividamento ser temporário em 0,96%, induzindo que as empresas que adotam esta política de financiamento estão ainda em crescimento.

Barbosa e Pinho (2016) para medirem o efeito do crescimento de uma empresa no nível de endividamento, sugerem que as empresas que estão ainda em crescimento são mais endividadas. Estes resultados vão em conta aos nossos, pois as nossas empresas mais endividadas são mais jovens e apresentam uma taxa de crescimento maior.

Em suma, podemos constatar que as empresas portuguesas do setor em estudo e com endividamento financeiro inferior ou igual a 20% são, em média, mais rendáveis, mais velhas, são maiores em valor de ativos, tem maior liquidez e mais depósitos bancários e caixa. Estes resultados, contrários à maioria dos autores apresentados anteriormente, permitem-nos rejeitar as 3 primeiras hipóteses apresentadas, e que nos foi permitido testar através do modelo 1.

Quanto à persistência do baixo endividamento financeiro das empresas, depreendemos que quanto maior for a rendibilidade, a idade, o tamanho das empresas, a

tangibilidade, a liquidez e os depósitos bancários e caixa de uma empresa, maior será a probabilidade de este endividamento financeiro ser persistente, o que nos levou a rejeitar as 3 últimas hipóteses, que nos foi possível testar com o modelo 2.

Neste capítulo, apresentamos as principais conclusões deste estudo, assim como as limitações que não nos permitiram testar algumas hipóteses que outros autores que estudaram o baixo endividamento financeiro apresentam.

O fenómeno do baixo endividamento financeiro tem sido estudado por diversos autores que tentam perceber o que leva as empresas financeiramente conservadoras a utilizar menos dívida financeira do que aquela que seria desejável para cada empresa, de acordo com as teorias dominantes das finanças empresariais sobre a estrutura de capital das empresas.

Este estudo foca-se nas empresas portuguesas cuja atividade económica se insere na secção G da Classificação Portuguesa das Atividades Económicas (CAE Ver.3) – Comércio por grosso e a retalho; Reparação de veículos automóveis e motociclos, e em que verificamos a existência de um nível de endividamento financeiro igual ou inferior a 20% pelo menos uma vez, durante o período temporal de 2011 a 2018.

Os nossos objetivos eram caracterizar as empresas portuguesas deste setor com baixo nível de endividamento financeiro, de forma a perceber quais os fatores que aumentam a probabilidade destas empresas se tornarem pouco endividadas financeiramente, assim como, verificar se estas empresas utilizam esta política de financiamento de forma temporária ou persistente.

Uma preocupação que tivemos foi transformar parte das variáveis explicativas em rácios, em que o denominador em parte delas é o total de ativos da empresa. Isto permitiu-nos avaliar não o valor dessas variáveis, mas o peso relativo que cada variável tem no total de ativos da empresa.

Neste estudo, verificamos que existe uma tendência das empresas portuguesas deste setor em tornarem-se menos cada vez menos endividadas financeiramente, como nos foi possível observar pela diminuição acentuada do nível de médio de endividamento financeiro das empresas em cada ano, assim como, pelo aumento do número de empresas com endividamento inferior ou igual a 20% a cada ano.

Com base nos resultados do estudo econométrico, as empresas portuguesas com baixo nível de endividamento financeiro apresentam-se com mais rendibilidades, são mais velhas, com maior liquidez, maior valor de ativos, mais depósitos bancários e caixas e com menor crescimento em volume de negócios, do que as empresas com alto nível de

endividamento financeiro, o que nos levou a rejeitar as três hipóteses para o primeiro modelo estudado.

Quando olhamos para a duração deste fenómeno de baixo endividamento, percebemos que os fatores que aumentam a probabilidade de a empresa seguir uma política de baixo endividamento financeiro, são as mesmas que aumentam a probabilidade de esta política ser persistente. A Tangibilidade torna-se também um fator a favor de um fenómeno de baixo endividamento persistente, em que as empresas com um endividamento financeiro persistente apresentam maior percentagem de ativos tangíveis sobre o seu total de ativos, do que as empresas que utilizam o baixo endividamento financeiro apenas de forma temporária. Face a estes resultados, rejeitamos as três hipóteses apresentadas anteriormente para a persistência do baixo endividamento financeiro das empresas.

As principais limitações deste estudo prendem-se com a ausência de dados disponíveis para as empresas estudadas para testar algumas hipóteses apresentadas por outros autores, principalmente sobre a distribuição de dividendos e a estrutura de gestão de uma empresa, como por exemplo, se os gestores faziam parte do grupo de acionistas da empresa, a antiguidade do cargo de gestão, o número de elementos de quadro de gestão da empresa, entre outros.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Barbosa, L., & Pinho, P. (2016). Estrutura de financiamento das empresas. *Revista de Estudos Económicos. Banco de Portugal*, 2, 1–30.
- Bessler, W., Drobetz, W., Haller, R., & Meier, I. (2013). The international zero-leverage phenomenon. *Journal of Corporate Finance*, 23, 196–221.
- Bodgan, R. & Biklen, S. (1994). *Investigação Qualitativa em Educação: Uma Introdução à teoria e aos métodos*. Porto: Porto Editora
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*, 56(1), 87–130.
- Byoun, S., & Xu, Z. (2013). Why do some firms go debt free? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 42(1), 1–38.
- Dang, V. A. (2013). An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis*, 30, 189–202.
- Denis, D., & McKeon, S. (2010). Debt Financing and Financial Flexibility, Evidence from Pro-active Leverage Increases. *Review of Financial Studies*, 25(1243), 1897–1929.
- Devos, E., Dhillon, U., Jagannathan, M., & Krishnamurthy, S. (2012). Why are firms unlevered? *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 664–682.
- Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The Value of Financial Flexibility. *Journal of Finance*, 63(5), 2263–2296.
- Graham, J. R. (2000). How Big Are the Tax Benefits of Debt? *Journal of Finance*, 55(5), 1901–1941.
- Graham, J. R. (2006). A Review of Taxes and Corporate Finance. *Foundations and Trends® in Finance*, 1(7), 573–691.
- Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2010). New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index. *Review of Financial Studies*, 23(5), 1909–1940.
- Huang, Z., Li, W., & Gao, W. (2017). Why do firms choose zero-leverage policy? Evidence from China. *Applied Economics*, 49(28), 2736–2748.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Kraus, A., & Litzenger, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*. 28(4). 911-922.
- Miller, M. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261–275.
- Minton, B. A., & Wruck, K. H. (2001). Financial Conservatism: Evidence on Capital Structure from Low Leverage Firms.
- Myers, S. C. (1984). The Journal of FINANCE The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- 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.

- Strebulaev, I. A., & Yang, B. (2013). The mystery of zero-leverage firms. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 1–23. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.001>
- Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3–27.
- Stulz, R., & Johnson, H. (1985). An Analysis of Secured Debt. *Journal of Financial Economics*, 14(4), 501–521.
- Takami, S. (2016). Factors inhibiting Japanese firms from zero leverage: financial constraints and bank relationships. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 23(2), 161–176.