

Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

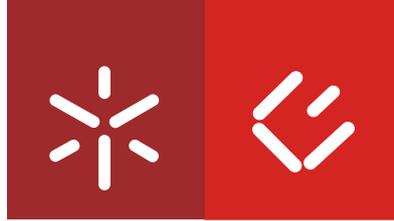
Sílvia Daniela da Costa Rodrigues

**Financiamento Bancário e o Desempenho
das Empresas em Portugal: Qual a Relação?**

Sílvia Daniela da Costa Rodrigues **Financiamento Bancário e o Desempenho das Empresas em Portugal: Qual a Relação?**

UMinho | 2016

janeiro de 2016



Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Sílvia Daniela da Costa Rodrigues

**Financiamento Bancário e o Desempenho
das Empresas em Portugal: Qual a Relação?**

Dissertação de Mestrado
Mestrado em Economia Monetária, Bancária e Financeira

Trabalho efetuado sob a orientação da
Professora Doutora Natália Maria Carvalho Barbosa

DECLARAÇÃO

Nome: Sílvia Daniela da Costa Rodrigues

Endereço Electrónico: sdaniela.rodrigues@gmail.com

Título da Dissertação

Financiamento Bancário e o Desempenho das Empresas em Portugal: Qual a Relação?

Orientador:

Professora Doutora Natália Maria Carvalho Barbosa

Ano de conclusão: 2016

Designação do Mestrado:

Mestrado em Economia Monetária, Bancária e Financeira

É AUTORIZADA A REPRODUÇÃO INTEGRAL DESTA DISSERTAÇÃO APENAS PARA EFEITOS DE INVESTIGAÇÃO, MEDIANTE DECLARAÇÃO ESCRITA DO INTERESSADO, QUE A TAL SE COMPROMETE.

Universidade do Minho, 30 de Janeiro de 2016

Assinatura: _____

AGRADECIMENTOS

À Professora Doutora Natália Barbosa pela vasta transmissão de conhecimentos e incansável disponibilidade. Agradeço do fundo do coração a sua dedicação, brio, rigor e paciência para todas as minhas dúvidas e inseguranças, às quais respondeu sempre com o máximo de serenidade e confiança, fazendo-me crer que seria possível terminar esta etapa que se revelou difícil e morosa.

Ao Firmino, o meu verdadeiro pilar, que nunca me deixa desistir, lembrando-me que estamos juntos também nos momentos difíceis.

Às minhas amigas de uma vida, Cristiana Afonso, Filipa Marques e Joana Torres pelas palavras de incentivo e apoio, que mesmo sem se aperceberem, fazem uma diferença brutal quando o ânimo teima em não se manter firme.

Por fim, aos meus pais e ao meu irmão, Nuno, pelo amor expresso diariamente, que me torna mais forte e segura do caminho que quero seguir.

A vocês, um sincero obrigada.

FINANCIAMENTO BANCÁRIO E DESEMPENHO DAS EMPRESAS EM PORTUGAL: QUAL A RELAÇÃO?

RESUMO

Numa época em que a competitividade e a incerteza imperam no contexto industrial, a necessidade de perceber o comportamento do desempenho das empresas face aos factores externos, torna-se cada vez pertinente, para que os processos de tomada de decisão sejam cada vez mais ajustados à realidade das empresas.

A literatura assume o financiamento externo como um possível mecanismo de fomento do desempenho pelos efeitos que poderá ter na redução dos custos da empresa, nomeadamente os resultantes da relação de agência. Tanto o aumento da participação dos gestores no capital da empresa como o recurso a endividamento externo poderão diminuir a probabilidade dos gestores se desviarem dos interesses dos acionistas, na medida em que, com aumento da participação dos gestores no capital da empresa, o seu comportamento terá a natural reflexão nos resultados do exercício, que são distribuídos pelas partes. O recurso ao endividamento permite diminuir os fluxos de caixa livres, impedindo que os gestores os utilizem de forma discricionária.

Neste sentido, e centrando-nos no efeito do financiamento bancário, tentámos perceber a relação entre o mecanismo financiamento bancário e o desempenho de 52.004 empresas da indústria transformadora portuguesa, entre os anos 2009 e 2011. Foi analisado o desempenho das empresas e comparado com o financiamento obtido, através da aplicação de testes estatísticos, como o Teste T e o Teste KS.

Os resultados obtidos não são lineares, havendo conclusões díspares dependendo da natureza da medida de desempenho analisada. De uma forma geral, quando analisamos o desempenho medido através de medidas de desempenho relativas, percebemos que a relação entre financiamento bancário e o desempenho das empresas é negativo, ou seja, à medida que o financiamento aumenta, o desempenho diminui. Situação contrária ocorre quando analisamos o desempenho em termos absolutos, concluindo que o desempenho tende a aumentar à medida que o financiamento bancário também aumenta.

Palavras-chave: Desempenho, financiamento bancário, custos de agência, variáveis desempenho relativas, variáveis desempenho absolutas.

BANKING AND PERFORMANCE OF PORTUGUESE FIRMS: WHAT IS THAT RELATIONSHIP?

ABSTRACT

At a time when the competitiveness and uncertainty prevails in the industrial context, the need to understand the behavior of performance of the firms facing external factors is becoming increasingly relevant, it is so as the process of making decisions will be adjusted to the reality of the firms.

The literature assumes that external funding can be a possible mechanism to increase performance by the effects it may have on reducing firm costs, particularly those related to agency. The raising participation of managers in to the capital of firm as the external debt relationship, may decrease the probability of managers divert the interests of shareholders by the fact that with increased participation of managers in the capital of the firm, their behavior will have a natural reflection on the performance and financial results, which are distributed by the parts.

In this manner, focusing on the effect of bank financing, we tried to understand the relationship between this mechanism and performance of 52.004 portuguese firms operating in the manufacturing industry, among the years 2009 and 2011.

It was analyzed the performance of firms and compared with the financing obtained by applying statistical tests such as the T Test and KS Test. The results obtained are nonlinear, having divergent conclusions depending on the nature of the way that performance was analyzed. In general, when we analyze the performance by relative measures, we realize that the relationship between the bank financing and the performance of firms appears to be negative, in a way, as the funding increases the performance decreases. Contrary situation occurs when we analyze the performance in absolute terms, concluding that the performance tends to increase as the bank financing also increases.

Keywords: Performance, bank financing, agency costs, performance related variables, performance absolute variables.

ÍNDICE

AGRADECIMENTOS	iii
ABSTRACT	v
ÍNDICE	vi
ÍNDICE DE TABELAS	viii
1. INTRODUÇÃO	1
1.1 Relevância do tópico	1
1.2 Objectivos e questões de investigação.....	2
1.2 Estrutura da dissertação.....	2
2. REVISÃO DA LITERATURA	4
2.1 Introdução	4
2.2 Teoria da Agência	4
2.3. Financiamento bancário e o impacto no desempenho da empresa	8
2.4. Outros determinantes do desempenho.....	13
2.5. Síntese	16
3. DADOS E METODOLOGIA	17
3.1. Dados e Amostra	17
3.2. Desempenho.....	23
3.3. Variáveis empíricas	26
3.6. Metodologia	32
3.7. Síntese	32
4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	34
4.1. Financiamento e desempenho: amostra total.....	34
4.2. Financiamento e desempenho: análise por tipo de empresas	38
4.3. Síntese	60

5. CONCLUSÕES	61
5.1. Introdução	61
5.2. Síntese das principais conclusões	61
5.3. Limitações do estudo e pistas para investigações futuras	64
6.REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	66

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1- Distribuição relativa das diferentes indústrias do setor industrial na economia portuguesa, 2000-2011.	18
Tabela 2 - Representatividade dos setores de atividade na indústria transformadora.....	20
Tabela 3 - Distribuição das empresas por tipo de dimensão.....	21
Tabela 4 - Distribuição absoluta e relativa por tipo de idade	22
Tabela 5 - Distribuição absoluta e relativa das empresas com um nível de Organização Interna acima e abaixo da média.....	23
Tabela 6 - Estatísticas descritivas das variáveis de desempenho, rácios de endividamento e características das empresas.	29
Tabela 7 - Matriz de correlações entre variáveis de desempenho, rácios de financiamento e características das empresas.....	31
Tabela 8 - Teste T à diferença da média e teste KS, para empresas da indústria transformadora, para o período entre 2009 e 2011.	35
Tabela 9 - Teste T à diferença da média e teste KS, para as empresas do setor de fabricação de produtos metálicos, excepto máquinas e equipamentos, para o período entre 2009 e 2011.....	39
Tabela 10 - Teste T à diferença da média e Teste KS, para as empresas da indústria alimentar, para o período entre 2009 e 2011	41
Tabela 11 - Teste T à diferença da média e Teste KS, para as empresas da indústria do vestuário, para o período entre 2009 e 2011	42
Tabela 12 - Teste T à diferença da média e Teste KS, para as empresas da indústria da Madeira e da Cortiça e suas obras, excepto mobiliário, e fabricação de obras da cestaria e espartaria, para o período entre 2009 e 2011.....	43
Tabela 13 - Teste T à diferença da média e Teste KS, para as empresas de Outros produtos minerais não metálicos, para o período entre 2009 e 2011	45
Tabela 14 - Teste T à diferença da média e Teste KS às micros empresas da indústria transformadora, para o período entre 2009 e 2011	47
Tabela 15 - Teste T à diferença das médias e Teste KS, para as pequenas empresas da indústria transformadora, para o período entre 2009 e 2011	48
Tabela 16 - Teste T à diferença as médias e Teste KS, para as médias empresas da indústria transformadora, para o período entre 2009 e 2011	49
Tabela 17 - Teste T às diferenças da média e Teste KS, para as grandes empresas da indústria transformadora, para o período entre 2009 e 2011	51
Tabela 18 - Teste T às diferenças das médias e Teste KS, para empresas com idade entre os 0 e os 5 anos, para o período entre 2009 e 2011	53
Tabela 19 - Teste T às diferenças da média e Teste KS, para as empresas entre os 6 e os 20 anos, para o período entre 2009 e 2011	54
Tabela 20 - Teste T às diferenças da média e Teste KS, para as empresas com mais de 21 anos, para o período entre 2009 e 2011	55
Tabela 21 - Teste T às diferenças da média e Teste KS, para empresas com o rácio de Organização Interna abaixo da média, para o período entre 2009 e 2011.....	57

Tabela 22 - Teste T às diferenças da média e Teste KS, para empresas com o rácio de Organização Interna acima da média, para o período entre 2009 e 2011.	58
--	----

1. INTRODUÇÃO

1.1 Relevância do tópico

As empresas tendem a procurar formas de minimizar os custos que suportam no decorrer da sua atividade, como forma de potenciar o seu desempenho e criar valor. Neste seguimento, e à luz da Teoria da Agência, o financiamento bancário assume-se como um mecanismo para a possível diminuição dos custos de agência que as empresas enfrentam, decorrente da separação entre propriedade e gestão. Na verdade, a procura de ferramentas que possam diminuir os custos das empresas não é recente, e tem vindo a originar diversas teorias.

Num trabalho pioneiro, Modigliani e Miller (1958) defendiam que a estrutura de capital era indiferente para a criação de valor para as empresas, demonstrando que empresas idênticas tinham o mesmo valor independentemente do seu financiamento ser proveniente de capitais próprios ou pelo recurso à dívida. Esta teoria foi, por diversas vezes, posta em causa, surgindo outras teorias explicativas da estrutura de capital, nomeadamente a teoria de Trade Off desenvolvida por Miller (1977) e a teoria de Pecking Order desenvolvida por Myers (1984).

A procura de uma estrutura óptima de capital tem sido um dos grandes desafios em que o objetivo é minimizar o custo total de financiamento e maximizar o valor para o acionista/sócio. No entanto, e segundo Gitman (2004) ainda não é possível oferecer aos administradores financeiros uma metodologia específica para determinar a estrutura ótima de capital de uma empresa. Muitas questões continuam ainda sem resposta como por exemplo: Qual será a relação entre a estrutura de capital e a rentabilidade das empresas? Serão mais rentáveis as empresas que recorrem a capitais próprios ou as que recorrem a capitais alheios?

A par da preocupação em definir a estrutura óptima de capital, a literatura também tem demonstrado preocupação em perceber de que forma o financiamento bancário pode diminuir os custos de agência, potenciando o desempenho da empresa. Efectivamente, a teoria da agência sugere que a escolha da estrutura de capital, nomeadamente no que diz respeito ao financiamento bancário, pode ajudar a atenuar os custos de agência. Efectivamente, um aumento da alavancagem financeira pode reduzir estes custos, pois coloca os gestores sob a pressão de cumprimento de obrigações para com as instituições credoras, obrigações que os gestores querem cumprir, sob pena de, caso isso não aconteça, verem a sua reputação profissional bem como o seu salário ser afectado. (Grossman and Hart, 1982; Williams, 1987).

O estudo desta temática ganha particular pertinência dada a curiosidade que tenho em perceber se as instituições financeiras são um aliado a ter em consideração para o crescimento sustentável das empresas, dada a enorme importância que assumem na economia e na vida empresarial. Sendo os custos de agência de difícil mensuração mas de elevada relevância, importa trazê-los para a discussão por forma a tornar a Teoria da Agência e os seus efeitos mais conhecidos e discutidos.

1.2. Objectivos e questões de investigação

O objectivo desta dissertação centra-se em perceber a relação entre o financiamento bancário e o desempenho das empresas portuguesas, particularmente as empresas da indústria transformadora. A escolha da indústria transformadora para o estudo tem que ver com o facto de ser a indústria com maior representatividade no setor industrial, sendo por isso representativa do setor secundário da economia portuguesa.

Pretende-se perceber quais os factores que fazem variar essa relação e se as conclusões vão de encontro às conclusões apresentadas por estudos anteriores e, no caso de os resultados não coincidirem com os resultados da literatura existente, perceber a razão. Assim, no final desta dissertação, teremos de estar capacitados para responder à pergunta: qual a relação entre financiamento bancário e o desempenho das empresas da indústria transformadora?

1.2 Estrutura da dissertação

Esta dissertação está dividida em cinco capítulos. No primeiro capítulo fazemos a introdução ao tema do estudo, bem como a sua relevância, sendo explicados também os objectivos que se pretendem atingir. O segundo capítulo é composto pela Revisão da Literatura, sendo apresentados os principais fundamentos teóricos das relações de agência, que suportam o propósito desta dissertação. Abordam-se os efeitos do financiamento bancário no desempenho das empresas e as suas principais justificações. Referem-se os principais autores que sustentam a temática, os estudos relevantes já desenvolvidos e as suas conclusões. No terceiro capítulo apresentam-se os dados para concretização do estudo e discute-se a metodologia utilizada. Serão utilizados dois testes estatísticos: o Teste T para análise das diferenças das médias de desempenho e o Teste KS para aferir a existência de diferenças na distribuição das variáveis de desempenho para diferentes grupos. Neste capítulo explica-se também conceito de

desempenho, um dos principais vectores desta dissertação, sendo discutido quais os indicadores mais adequados ao estudo em questão, tendo em conta outras investigações e os seus determinantes principais. No capítulo quatro, são apresentados e discutidos os resultados obtidos e explicadas as conclusões, comparando-as com as conclusões apresentadas na revisão da literatura. Por fim, no capítulo cinco são apresentadas as conclusões finais do estudo, onde serão respondidas as questões de investigação, é feito um balanço de todo o trabalho, explicadas as limitações que a dissertação compreende e enumeradas algumas sugestões para trabalhos futuros.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Introdução

No presente capítulo, proponho que façamos uma revisão à literatura em torno das teorias e argumentos teóricos subjacentes a esta investigação, compreendendo a sua evolução histórica e a influência que a mesma terá no estudo que agora se pretende desenvolver. Após abordada a teoria central deste estudo, são apresentadas algumas investigações desenvolvidas por outros autores que relacionaram o financiamento com o desempenho das empresas à luz da teoria da agência, e as suas principais conclusões.

2.2. Teoria da Agência

A separação de propriedade e gestão numa empresa é estudada pela maioria da literatura com base na teoria da agência. Esta separação deriva da existência de uma gestão contratada que não participa necessariamente no capital da empresa. Os autores Jensen e Meckling são considerados os fundadores da teoria da agência, tendo sido sucedidos por muitos outros que aprofundaram o estudo e acrescentaram novos elementos às suas pesquisas.

Jensen e Meckling (1976) definiram relações de agência como sendo um contrato entre duas partes: o agente (gestor) e o principal (acionista). O agente obriga-se a gerir a sociedade cuja propriedade é do principal.

Uma empresa com vários acionistas concede grande poder e discricionariedade aos gestores para agir de acordo com o que consideram benéfico para si mesmos, em detrimento dos interesses dos acionistas. Nas empresas onde há delegação da gestão a gestores profissionais, pode haver também falta de meios e incentivos individuais, de forma a proporcionar uma adequada monitorização das acções da gestão, garantindo que os interesses dos acionistas são prioridade (Berle e Means, 1932).

A Teoria da Agência (Jensen e Meckling, 1976) defende que é praticamente impossível que o agente tome uma decisão óptima do ponto de vista do principal, uma vez que as decisões dos gestores são influenciadas por variados factores, que não sendo totalmente previsíveis, são estudados pela racionalidade limitada ou imprevisibilidade, e sob a óptica comportamental e sob a óptica económica.

Sob a óptica comportamental, Simon (1957, citado por Williamson, 1985) refere que existem dois tipos de racionalidade: a racionalidade substantiva e a racionalidade processualista. A racionalidade substantiva conduz os indivíduos a agirem tendo em conta as escolhas ótimas do ponto de vista individual e até mesmo social. Neste caso, os agentes baseiam as suas acções no que está estabelecido no contrato que celebraram com a empresa, tomando assim as decisões tendo em conta o acordo feito, de modo a atingir, ou pelo menos tentar a aproximação ao óptimo de referência. A racionalidade processualista leva os agentes a adoptarem estratégias para alcançar determinadas situações que lhes pareçam preferíveis em relação ao processo no qual se inserem. O contrato celebrado é tido unicamente como um apoio à racionalidade dos agentes, visto apenas como uma solução satisfatória e não óptima para os problemas de coordenação com os quais se deparam.

Além da óptica comportamental, a racionalidade limitada engloba dois aspectos económicos igualmente importantes: o processo de decisão e processo de controlo. No processo de decisão definem-se os pilares da relação, afectando-se os direitos e obrigações de cada uma das partes e estabelecendo-se as penalizações ao desrespeito pelos preceitos contratualizados. O processo de controlo fica marcado pela definição da estrutura e do processo de monitorização ao cumprimento das normas.

Apesar de todas as regras e limitações que são estabelecidas num contrato, as limitações da racionalidade permitem a existência de comportamentos que se possam considerar oportunistas, por alguma das partes envolvidas no contrato.

Fala-se em risco moral quando uma ou mais partes de um relacionamento assumem uma atitude oportunista (após a celebração do contrato) que decorre do facto da mesma informação não estar ao alcance de ambas as partes de forma igual (Ruffin, 1988). Estes comportamentos oportunistas podem ser atenuados com a adopção de estratégias que visem mitigar os seus efeitos, como sendo suportar os custos necessários para a obtenção de informação, reduzindo o fosso de informação entre as partes.

Ao contrário do que ocorre quando estamos perante o risco moral, a selecção adversa dá-se quando uma das partes age a seu favor antes da celebração do contrato, detendo informação exclusiva. Varian (1999) utiliza o exemplo do carro usado para ilustrar a ocorrência da selecção adversa. O vendedor detém informação privilegiada acerca dos carros que pretende vender, fazendo com que os carros bons ou fracos atinjam preços equiparados, sem o

comprador se aperceber se os carros possuem, entre si, semelhante qualidade. Se a informação fosse acessível às duas partes, as transacções não se efectuavam.

Segundo Jensen e Meckling (1976), a dualidade de interesses que é despoletada pela separação gestão/propriedade, já havia sido abordada por Adam Smith (1776). Segundo o autor, não seria espectável que os gestores de uma empresa, onde há a separação de gestão e propriedade, cuidassem do capital com tanto rigor quanto os sócios das sociedades limitadas, onde esta separação não se verifica, registando-se, com frequência nas primeiras, a presença de “negligência e esbanjamento”(citado por Jensen e Meckling, 1976). Esta “negligência e esbanjamento” afectam o desempenho da empresa, dado que os recursos disponíveis não são canalizados, na sua totalidade, para a atividade empresarial.

Tal situação pode dar origem a que o esforço dos gestores no cumprimento das suas funções seja insuficiente, escolhendo inputs e outputs de acordo com as suas próprias preferências (Berger e Bonaccorsi di Patti, 2006). Mill (1848, citado por Main *et al*, 1995) já teria apontado para esta problemática, frisando que os gestores não tinham interesse nos resultados mas sim em manter os seus salários.

Admitindo que ambas as partes desta relação gestão/propriedade são maximizadoras de utilidade, então há fortes indícios de que o agente/gestor nem sempre age de acordo com os interesses do principal/acionista, fazendo com que o acionista não atinja o lucro máximo mas o lucro possível. De facto, as empresas podem ter os seus próprios objectivos estratégicos para alcançar um desempenho superior, mas são os gestores quem detêm o poder da decisão e cuja finalidade principal é a de representar os proprietários perante os executivos (Jensen e Meckling, 1976). Assim, poderá haver uma perda de valor da gestão profissional em função da maximização de utilidade do gestor, dando origem a perdas para a empresa. (Berger e Bonaccorsi di Patti, 2006).

Para além de poderem ter objectivos diferentes, o gestor e o acionista, podem ter também diferentes atitudes em relação ao risco. Assim, há uma clara dificuldade do acionista em monitorizar as acções do agente, e quanto maior a complexidade de controlar, maior os custos desse controlo (Eisenhardt, 1989), sendo esta a parte directamente quantificável do custo da relação de agência.

A par da dificuldade de garantir que os gestores cumpram com os interesses dos acionistas, há outros obstáculos que se colocam à aferição do desempenho da gestão. Se por um lado, o conceito de gestão eficiente não é muito linear, dificultando a aferição dos atos que

maximizam o valor da empresa e os que beneficiam o gestor, há também uma elevada complexidade nas decisões a tomar pelos gestores, o que poderá implicar consideráveis custos de monitorização, pois o seu controlo é trabalhoso (Matos, 2009). Efectivamente, é praticamente impossível ao principal monitorizar todas as acções do agente, assim como medir o seu grau de compromisso em agir diligentemente de forma a maximizar o bem-estar do principal. Os gestores de uma empresa (agentes) têm a possibilidade de optar por políticas operacionais, financeiras ou de investimentos que melhor se adequem às suas preferências de tempo e de risco, ao contrário daquelas dos acionistas, isto é, podem tomar decisões que levem a resultados distintos daqueles que os acionistas pretendiam.

Dos agentes é esperado que as suas acções aumentem a riqueza do principal. Se, por um lado, os acionistas vêem os seus capitais expostos ao risco, não tendo influência direta na atividade da empresa e esperando que os gestores maximizem o valor do seu património, estes, por outro lado, entendem os acionistas apenas como donos e uma parte da empresa. Daqui se depreende que os gestores consideram a empresa como uma fonte de rendimento, de valorização profissional e uma forma de desenvolver valor a partir do seu próprio capital humano. Como forma de aumentarem os seus benefícios, os gestores tomam decisões que os favoreçam, em detrimento dos interesses dos acionistas. Contudo, a competência com que os agentes tomam determinada decisão, não é condicionada apenas pelas suas qualidades técnicas, mas também pelos incentivos que lhes são dados no âmbito das decisões que representam valor para o principal (Byrd *et al*, 1998). Todos estes conflitos convertem-se em problemas apelidados por Byrd *et al* (1998) de problemas de agência.

Os gestores possuem informação privilegiada relativamente à empresa que, quando disponibilizada aos acionistas, pode ir revestida de conceitos técnicos específicos, podendo ser, por isso, pouco claro para um não especialista, facto que a literatura define como assimetria de informação. (Matos, 2009).

Arrow (1991) referiu-se à assimetria de informação evidenciando duas questões: acção oculta e informação oculta. A acção oculta está relacionada com o esforço do gestor em servir os interesses do acionista, desempenho que o acionista não tem forma de avaliar. Os problemas de informação oculta surgem quando o gestor usa informação no momento da tomada de decisão sem que o acionista se aperceba.

2.3. Financiamento bancário e o impacto no desempenho da empresa

Jensen e Meckling (1986) referem que o acionista pode limitar os problemas decorrentes das relações de agência estabelecendo mecanismos de controlo. Um desses mecanismos passa por proporcionar incentivos apropriados para o gestor e técnicas de monitorização para controlar o seu trabalho. Os incentivos farão com que o gestor se sinta motivado e darão a garantia ao acionista de que o primeiro não se desvia dos interesses da empresa e que será penalizado se tal acontecer.

O financiamento é apontado por Jensen e Meckling (1986) como um dos mecanismos apropriados para as empresas reduzirem os custos de agência, através de duas fontes de financiamento: o aumento da participação dos gestores no capital próprio da empresa e o recurso ao endividamento.

O aumento da participação dos gestores no capital próprio proporcionaria um melhor alinhamento de interesses entre gestores e proprietários. Quanto maior for a participação do gestor nas acções da empresa, maior será o seu interesse em prosseguir com os objectivos delineados pelos acionistas, uma vez que os resultados das acções de gestão reflectir-se-ão nos resultados, que serão repercutidos nas partes. Quando a participação é reduzida, há uma maior tendência para que o gestor tente encontrar outras formas de aumentar a sua riqueza pessoal através do fluxo de caixa livre.

O recurso ao endividamento é apontado por Jensen (1986) como uma forma de diminuir o nível de fluxo de caixa livre, evitando que os gestores o utilizem de forma discricionária. O autor define fluxo de caixa livre como sendo o fluxo de caixa excedente após o financiamento de todos os projectos que apresentem valor actual líquido positivo (Jensen, 1986). O pagamento de juros gerados das dívidas a credores permite absorver fluxos de caixa excedentários que as empresas poderiam utilizar em fins menos produtivos. Os fluxos de caixa gerados terão que ser distribuídos sob a forma de juros aos credores, reduzindo substancialmente os meios líquidos disponíveis, que poderiam ser utilizados de forma a satisfazer as necessidades dos gestores (Easterbrook, 1984 e Rozeff, 1982, citado por Byrd *et al*, 1998).

O facto de os gestores terem de cumprir com os credores via juros e reembolso de empréstimos, cria uma disciplina de eficiência no que toca à mais correcta afectação de luxos de caixa da empresa. A este respeito também Grossman e Hart (1982) e Williams (1987) referem que uma maior alavancagem financeira pode afectar os gestores e reduzir os custos de agência.

A ameaça da liquidação da empresa causaria perdas pessoais para os gestores, nomeadamente nos salários, na reputação, entre outras, pressionando os gestores em gerar cash flows para pagar as despesas com juros (Jensen, 1986). Deste modo, a dívida torna-se num incentivo para os gestores trabalharem mais, fazerem melhores decisões de investimento, uma vez que este comportamento reduz o risco de falência. O facto de os gestores terem de cumprir com as obrigações creditícias, reduz o fluxo de caixa disponível para utilização em benefício próprio (Harris e Raviv, 1990).

A par da pressão em cumprir com as obrigações, os gestores têm em conta que o seu desempenho actual e passado pode condicionar futuras contratações, na medida em que uma carreira pautada por atitudes de gestão baseadas em interesses pessoais em detrimento dos da empresa, não é um factor prestigiante para nenhum gestor, podendo ser preponderante no mercado de trabalho.

De acordo com Harvey *et al* (2005), já outros autores como Stulz (1990) Hart e Moore (1990) e Zweibel (1996) apontaram a dívida contraída como forma de ajudar a desencorajar o sobreinvestimento resultante do fluxo de caixa disponível à discricção dos gestores, tendo impacto assim nos custos de agência. Ainda que não haja um conflito considerável, o financiamento contraído pode criar valor para a empresa, atuando na assimetria de informação que exista entre os gestores e as entidades externas, pois dá a oportunidade aos gestores de mostrar a sua boa vontade em pagar e serem controlados pelos credores (Harvey *et al*, 2005). Com efeito, o financiamento pode aumentar o desempenho da empresa, pela via da redução dos custos de agência pois obriga os gestores a agirem mais em torno dos objectivos da empresa (Grossman e Hart, 1982) na medida em que crescem as obrigações a cumprir.

Apesar do endividamento ser apontado por Harris e Raviv (1990), Stulz (1990), Hart e Moore (1990), Zweibel (1996) como potenciador do desempenho da empresa via redução dos custos de agência, pode trazer algumas desvantagens. Jensen e Meckling (1976) identificam na relação acionistas/gestores e credores um outro custo de agência, que deriva do recurso a capital alheio por parte da empresa: o custo de agência da dívida. Este custo, que advém das divergências de interesse entre credores e gestores, torna-se, segundo Jensen e Meckling (1976) um limitador ao endividamento, não sendo viável uma empresa cuja política empresarial se centre no financiamento de projectos apenas com capitais alheios.

Por exemplo, Altman (1984) e Titman (1984) defendem que quando a alavancagem se torna relativamente alta, os custos de agência da dívida tendem a tornar-se mais significativos. A

literatura aponta três razões que suportam esta conclusão. A primeira prende-se com o aumento dos custos de falência que podem aumentar quando o nível de endividamento de torna elevado (Titman, 1984). De facto, com o endividamento da empresa, os acionistas podem optar com mais facilidade por projectos de investimento que ofereçam maior retornos mesmo que os riscos sejam maiores do que deveriam ser. Se o projecto correr como o esperado, os acionistas recebem a maior parte dos ganhos, mas se o projecto falhar, os credores assumem a maior parte dos custos. A par disto, os acionistas ao prever uma falência, podem optar pela diminuição dos investimentos na empresa, visto que acreditam que novos investimentos beneficiam os credores na medida em que valorizam bens que seriam apropriados em caso de falência. O gestor pode optar por reduzir o seu esforço para controlar o risco pois são expectáveis maiores custos decorrentes das dificuldades financeiras (Berger e Bonaccorsi di Patti, 2006). Por último, o financiamento pode aumentar os fluxos de caixa disponíveis da empresa, podendo os gestores utilizá-los de forma desadequada com o intuito de construírem grandes fortunas (Jensen, 1986). Trata-se do esvaziamento de propriedade e está associada ao pagamento extraordinário de dividendos pela empresa, fazendo com que sobrem menos activos para os credores na eventualidade de uma falência (Jensen e Meckling, 1976).

Estas três razões estão associadas às chamadas “estratégias egoístas” adoptadas pela empresa. Com este tipo de estratégias, os acionistas transferem riqueza para si em detrimento dos credores, sendo incentivados a assumir riscos elevados, promovendo o subinvestimento, deixando de investir, assim, em bons projectos. (Jensen e Meckling, 1976).

Campello (2006) concluiu que o financiamento bancário pode ter os dois efeitos no desempenho das empresas: pode impulsionar ou abrandar o desempenho. O endividamento moderado tende a impulsionar o desempenho, tornando-se nefasto quando ultrapassa os padrões de endividamento da indústria onde se insere. Zwiebel (1996) concluiu que a dívida condiciona a acção dos gestores devido à possibilidade de falência da empresa, o que não é desejável para os gestores uma vez também perdem com a falência da empresa. Já Morellec (2004) conclui que o impacto da discricionariedade das acções os gestores quanto às escolhas de alavancagem varia de empresa para empresa, e essa variação é bastante significativa.

A compensação dos gestores é apontada como outro mecanismo de controlo dos custos de agência. Hermalin *et al* (2003) e Murphy (1999) (citado por Silva, 2009), frisaram que uma política de remunerações, a par de ser uma ferramenta de controlo interno, é também da máxima importância na salvaguarda dos interesses dos acionistas. Estas políticas são

implementadas por Comissões de Remunerações, que se afiguram como o terceiro actor nas relações de agência entre os acionistas e a gestão, tendo um papel extremamente relevante na definição e execução do sistema de incentivos salariais para a equipa de gestão. Rayton (1997) defende que os funcionários maximizarão o valor da empresa se virem a sua utilidade líquida ser aumentada em função de tal comportamento.

Para Gerhart *et al* (1995) a teoria de agência defende que o proprietário da empresa deve optar por um esquema de contratos que ajude a alinhar os interesses do agente com os do principal, reduzindo os custos de agência. Contratos orientados para os resultados são a solução mais lógica pois se o lucro da empresa aumenta, a compensação do colaborador também aumenta e vice-versa, motivando o trabalhador a fazer mais e melhor. Obasan (2012) referiu que os potenciais benefícios da estratégia de compensação são óbvios, sendo surpreendente a aparente resistência de algumas empresas em introduzir este tipo de estratégia. Rayton (1997) no seu estudo a 194 empresas concluiu que nas empresas com melhor desempenho, a relação entre o desempenho e a compensação é mais clara do que nas empresas onde a performance é menor. O autor concluiu também que os resultados obtidos na sua pesquisa comprovam que os custos de agência são uma parte importante dos custos de produção e que as empresas que os reduzem têm melhor desempenho. Conclusão semelhante obteve Obasan (2012) quando estudou algumas das maiores empresas da Nigéria. Nesta pesquisa, o autor concluiu que a estratégia de compensação é uma das mais importantes na função da gestão de recursos humanos, como uma influência para a produtividade e crescimento da organização. Phuong (2010), num estudo desenvolvido para 612 empresas vietnamitas cotadas em bolsa, onde foi avaliado o impacto das compensações remuneratórias, a idade e o tamanho da empresa no seu desempenho, concluiu que a motivação pela via da compensação remuneratória nem sempre produz os efeitos desejados. Mais indicam que a compensação precisa de estar associada aos resultados da empresa e ao desempenho do funcionário. Mais concretamente no caso do estudo que o autor desenvolveu, a estratégia de compensação da empresa apenas terá resultados se a taxa de inflação for controlada de forma eficaz pelo governo do Vietname.

Denota-se um claro interesse da literatura em clarificar a relação entre o financiamento bancário e o efectivo desempenho da empresa, sob diferentes perspectivas. Ora, é precisamente esta temática que se pretende explorar, fazendo uma análise empírica de um conjunto de empresas, e avaliar o impacto que o financiamento tem no desempenho da empresa, à luz da teoria da agência.

Em algumas pesquisas já efectuadas, não foi encontrada relação directa e explícita da influência que o financiamento bancário poderia exercer no desempenho da empresa, tendo em conta os custos de agência. Contrariamente, estudos há que reflectem esse impacto.

Agrawal e Knoeber (1996) seleccionaram uma amostra de 383 empresas da Revista Forbes de 1987, para aferir de que forma os mecanismos de controlo dos custos de agência influenciavam o desempenho da empresa e concluíram que os mecanismos utilizados, como sendo o financiamento, o mercado de trabalho para os gestores, participações internas no capital, participações institucionais, entre outros, apresentam entre si uma relação de interdependência. Assim, não é possível isolar o efeito de apenas um mecanismo de controlo no desempenho, tendo os autores concluído que há uma relação negativa entre o desempenho da empresa, o financiamento bancário, o controlo da atividade pelo mercado e a existência de outsiders na administração, mas positiva entre as participações internas no capital da empresa e o desempenho da mesma.

Kayo e Famá (1997) seleccionaram uma amostra de 132 empresas brasileiras, excluindo as instituições financeiras. Foram definidas variáveis de endividamento e de crescimento, comparando-se o comportamento nas empresas de alto e baixo crescimento. Os autores concluíram que o endividamento é maior nas empresas de baixo crescimento sendo, em grande parte, capital de terceiros. Nestas empresas a dívida pode ter efeitos positivos, pois pode reduzir os efeitos de sobreinvestimento¹, comum em empresas de baixo crescimento. Os autores concluíram ainda que, nesta fase, o endividamento ajuda a reduzir os custos de agência, uma vez que reduz o fluxo de caixa disponível.

Harvey *et al* (2004) obtiveram conclusão semelhante quando estudaram 252 empresas de mercados emergentes, cotadas na bolsa do Reino Unido, e os efeitos que o financiamento tem nos custos de agência. Os autores concluíram que a dívida é capaz de reduzir o impacto dos custos de agência, pois permite criar valor para os acionistas das empresas que enfrentam altos custos de agência, mitigando a redução do valor das empresas que têm separação entre propriedade e gestão. Os acionistas beneficiam do controlo que a dívida impõe em casos onde a assimetria de informação é tão significativa que os acionistas não conseguem perceber onde os gestores aplicam os recursos.

Berger e Bonaccorsi di Pati (2006), analisando 695 bancos americanos, apontaram resultados equivalentes, explicando que uma maior alavancagem reduz os custos de agência,

¹ O excesso de caixa pode levar os gestores a investir em projectos arriscados e de qualidade duvidosa.

aumentando o valor da empresa. Segundo os autores, estes resultados devem-se ao facto dos gestores, através do financiamento, serem encorajados a agir mais em torno dos acionistas, alertando que quando o financiamento se torna demasiado alto, é esperado um aumento das dificuldades financeiras, do risco de falência, podendo os custos de agências da dívida excederem os custos de agência internos, resultando num aumento generalizado dos custos de agência.

Zhang e Li (2008) analisaram o impacto da estrutura de capital nos custos de agência em 323 empresas públicas do Reino Unido. Os autores concluíram que os custos de agência estão negativamente relacionados com a alavancagem, ressaltando que quando a alavancagem atinge valores demasiado altos, pode ocorrer o efeito inverso, aumentando também os custos de falência. Os autores apontaram ainda para a relação inversa entre custos de agência e o desempenho da empresa, apesar de pouco expressiva.

2.4. Outros determinantes do desempenho

Correia (2013) agrupou os determinantes do desempenho económico das empresas em três dimensões: determinantes relacionados com os gestores (CEO e equipas de gestão), tendo em contas as suas características pessoais e profissionais; determinantes relacionados com as características das empresas, como sendo a dimensão, capital humano e grau de internacionalização, e determinantes relacionados com o contexto onde as empresas se inserem, como o setor e a localização.

A *dimensão* da empresa é apontada por vários autores como um determinante para o desempenho da empresa, com efeitos nem sempre muito claros em relação ao mesmo. Para Himmelberg *et al* (1999), nas grandes empresas, os custos de agência e a monitorização atingem outras escalas, aumentando a desejada aproximação entre gestão e propriedade e o controlo mais apertado de toda a atividade. Contudo, os baixos custos de agência nas empresas pequenas, configuram uma mais-valia para a empresa (Yang e Chen, 2009). Kipesha (2013) avaliou o impacto da dimensão e da idade no desempenho de 30 empresas da Tanzânia e concluiu que a dimensão tem efeitos positivos na eficiência, sustentabilidade, lucro e na capacidade das empresas produzirem receitas, tendo maior possibilidade de contratar gestores mais qualificados, logo, mais habilitados para as suas funções. As empresas de grande dimensão têm maior facilidade no acesso ao crédito para investimento, diversificando mais a sua

estratégia (Yang e Chen, 2009). Para além disso, as grandes empresas apresentam maior capacidade de desenvolvimento, de marketing e de comercialização, o que faz delas melhores *performers* quando comparadas com as empresas pequenas (Teece, 1986).

Contudo, estudos há onde o efeito positivo da dimensão da empresa no seu desempenho é colocado em causa. De acordo com Christensen (1997), citado por Kipesha (2013), as grandes empresas tendem a focar-se no mercado a que já pertencem, ao contrário das pequenas empresas que procuram mercados novos e potenciadores. Dean *et al* (1998) defendem que as empresas de menor dimensão respondem mais rapidamente às dinâmicas da indústria, pois têm maior capacidade de adaptação, sendo mais flexíveis. Esta teoria vai de encontro à de Tripsas e Gavetti (2000), sugerindo que, devido às suas dimensões, nas grandes empresas a burocracia e as regras operacionais rígidas podem tornar a adopção de novas tecnologias demasiado lentas, ao contrário das empresas de pequena dimensão, onde os processos são mais simplificados.

A *idade* que a empresa tem também pode fazer variar o desempenho, pois traduz a sua experiência. O efeito aprendizagem (*learning-by-doing*) que se vai apurando com os anos, faz com que as empresas aumentem o seu nível de produtividade à medida que vão aprendendo mais acerca de técnicas de produção, usando-as para inovar nas suas rotinas produtivas. (Vassilakis, 2008 citado por Kipesha, 2013). Esta ideia vai de encontro à teoria advogada por Mata e Portugal (1994) que concluíram que as empresas, com o avançar da idade, diminuem as probabilidades de falhar, pois foram adquirindo experiência necessária para a resolução de problemas que vão surgindo. Majumdar (1997), num estudo feito a empresas indianas, concluiu que as empresas mais antigas são mais produtivas mas menos lucrativas comparativamente com empresas mais recentes. Segundo Jovanovic (1982) as empresas quando surgem no mercado já têm estipulado os níveis de produtividade esperada, que vai aumentando com o tempo, desde que as expectativas quanto ao nível de produtividade se confirmem. À medida que o nível de produtividade das empresas mais recentes vai aumentando, as mais antigas vêm-se confrontadas com novos desafios pois podem não conseguir acompanhar as mais recentes, pois têm menores taxas de crescimento de vendas, menores níveis de rentabilidade e menor capacidade de gerar emprego (Coad *et al*, 2013).

A *indústria* onde a empresa se insere é também apontada pela literatura como um determinante do desempenho. A forma como a indústria evolui, assim como as práticas comuns influenciam a atividade da empresa e, conseqüentemente, o seu desempenho. Bogas (2013),

citando Gale (1972), referiu que em indústrias de elevada concentração de mercado, é expectável uma maior taxa de lucro, pois quando existem situações de oligopólio, a empresa terá um maior poder de coordenação do mercado, podendo aplicar preços mais elevados. À semelhança do referido, já Bain (1951) tinha apontado para este facto, referindo que a concentração na indústria poderia explicar os lucros da empresa, uma vez que a alta concentração do mercado pode originar altas taxas de retorno. Schmalensee (1985) referiu que as empresas obtêm diferentes níveis de eficiência devido ao efeito indústria, tendo concluído que 20% da variação dos lucros das empresas transformadoras era resultante do efeito que a indústria tinha no desempenho da empresa, frisando que apesar do efeito indústria ser importante, não é o mais importante. Contudo, o autor ressaltou que o ano em que incidiu o seu estudo (1975) foi um período em que a economia ainda sentia os efeitos de uma severa recessão e o impacto dos preços da energia, mas não significando que a análise e resultados fossem infundados.

A *estrutura organizacional* também poderá ter implicações no desempenho da empresa. A Teoria da Empresa divide a hierarquia interna de uma empresa em dois níveis: os trabalhadores e os que resolvem os problemas ou gestores. O gestor vê o seu sistema de incentivos condicionado aos resultados obtidos, pelo que dá ordens aos trabalhadores, que as executam, por forma a atingir o resultado esperado (Holmstrom e Tirole, 1989). Dado que as empresas concentram em si um elevado número de trabalhadores, com níveis de conhecimentos diferentes, definem-se níveis hierárquicos onde os gestores aprendem a lidar com problemas excepcionais e os trabalhadores lidam com problemas mais frequentes (Caliendo, Monte e Rossi-Hansberg, 2012). Garicano e Rossi-Hansberg (2006) definem nível hierárquico como sendo um grupo de gestores ou trabalhadores com características e conhecimentos semelhantes, que desempenham tarefas semelhantes dentro da empresa. Conceptualmente, estes níveis direccionam-se no sentido em que os níveis superiores de gestão são inferiores em número de trabalhadores mas com mais experiência/conhecimento e que têm trabalhadores subordinados nos níveis inferiores.

A estrutura organizacional é dividida pela literatura em duas vertentes: estrutura mecanicista, mais centralizada, e estrutura orgânica, mais descentralizada. A estrutura mecanicista é caracterizada pelo alto nível de centralização, formalização e estratificação, e apresenta um elevado grau de autoridade hierárquica e um baixo nível de participação dos trabalhadores em decisões (Mansoor *et al.*, 2012). Este autor conclui também que esta estrutura

está mais presente em grandes empresas, que são mecanicistas por natureza devido ao seu elevado grau de formalização, sendo mais complexas e formalizadas que as pequenas empresas. Quanto ao impacto no desempenho, Mansoor *et al.* (2012) defendem que uma estrutura deste tipo pode diminuir o desempenho fruto do elevado nível de centralização e rigorosos controlos, podendo originar uma falta de motivação dos trabalhadores causada pela constante ditadura da gestão de topo. A estrutura orgânica ou informal, conceptualmente pauta-se por um baixo nível de formalização de processos e procedimentos, descentralização da tomada de decisão com participação dos trabalhadores e partilha de informação (Mansoor *et al.*, 2012). Este tipo de estruturas é mais usado por empresas de pequena dimensão (Meijaard *et al.*, 2005). Rizzo, House e Lirtzman (1970) defendem que sem formalização, ainda que em níveis mínimos, a incerteza pode-se instalar e afetar o comportamento do trabalhador e, logo, o desempenho da empresa

2.5. Síntese

Neste capítulo foram abordados os conceitos fundamentais da investigação tendo em conta a literatura existente. O valor da empresa pode ser condicionado pelas relações de agência despoletadas no seio da organização, decorrente do não alinhamento de interesses entre gestão e propriedade, que deriva da existência de uma gestão contratada que não participa necessariamente no capital da empresa. Ora, admitindo que tanto gestores como acionistas são maximizadores de utilidade, é expectável que os gestores não ajam sempre de acordo com os interesses dos acionistas e da empresa, originando perdas para o valor desta, traduzidos em custos de agência. Neste sentido, a literatura aponta mecanismos que podem ajudar a atenuar os efeitos da separação entre gestão e propriedade e, entre eles, o financiamento bancário. Com a pressão do compromisso da dívida, há lugar a um maior rigor no desempenho dos gestores que se reflecte no desempenho da empresa. Foram apresentados estudos onde o financiamento reduz os custos de agência, havendo, também, investigações académicas que demonstraram que tal conclusão pode não ser linear. Por último, foram apresentados alguns dos determinantes do desempenho das empresas, que podem também condicionar o desempenho, não se podendo, por isso, ignorar na altura de obter conclusões.

3. DADOS E METODOLOGIA

Uma vez expostos os principais contributos da literatura para o objectivo desta dissertação, torna-se agora necessário perceber de que forma atingiremos os resultados. Assim, este capítulo tem como objectivo descrever a metodologia adoptada para perceber se existe ou não relação entre o financiamento bancário e o desempenho das empresas. No ponto 3.1, serão descritos os dados e definida a amostra a estudar, bem como abordada a base de dados utilizada. De seguida, e no ponto 3.2, serão definidas as variáveis empíricas, dependentes (ou explicadas) e independentes (ou explicativas) e a estatística descritiva. Posteriormente, e no ponto 3.3, é explicado o método quantitativo para a aferição dos resultados.

3.1. Dados e Amostra

A informação utilizada neste estudo é proveniente da Base de Dados estatística Amadeus, da responsabilidade da Bureau van Dijk e disponibilizada pela Universidade do Minho, onde constam informações detalhadas de cerca de 21 milhões de empresas europeias, cotadas e não cotadas. A informação disponibilizada é financeira e não financeira, proveniente de dados contabilísticos e relatórios oficiais, e tem a vantagem de permitir fazer a selecção dos períodos adequados à investigação que se pretende, pois tem informação disponível padronizada, e por isso comparável, de vários anos. Sendo a pesquisa analítico-descritiva, pelo facto de descrever as características de determinada população e o estabelecimento de relações entre variáveis, é também uma pesquisa que se preocupa em observar factos, registá-los, analisá-los, classificá-los e interpretá-los, sem que possa haver uma interferência do investigador sobre os mesmos, não havendo, por isso, qualquer controlo sobre a fiabilidade de como foram gerados, o que obriga a uma compreensão da natureza dos dados e da sua génese, (Cowton, 1998).

A população analisada estendeu-se a empresas portuguesas da indústria transformadora, nos seus 24 setores, com código de atividade a dois dígitos, uniformizado pelas Classificações Europeias das Atividades Económicas (NACE Rev.2), equivalente à Classificação Portuguesa das Atividades Económicas (CAE Rev.3). O estudo cobre o período entre 2009 e 2011, num total de três anos de análise.

A indústria transformadora corresponde ao chamado setor secundário, que a par da Agricultura, Silvicultura e Pescas (setor primário) e Serviços (setor terciário), compõem a atividade económica portuguesa. A opção por investigar em particular a indústria transformadora prende-se com o facto de esta dominar claramente o setor industrial (Aguiar e Martins, 2004), tornando-se, assim, representativa do setor. A Tabela 1 apresenta a evolução da representatividade dos tipos de indústria no setor industrial, medido por número de pessoas empregadas, em valores relativos.

Tabela 1- Distribuição relativa das diferentes indústrias do setor industrial na economia portuguesa, 2000-2011.

ANO	INDÚSTRIA	INDÚSTRIA	INDÚSTRIA ELECTRICIDADE, GÁS E	INDÚSTRIA DA	TOTAL
	EXTRATIVA %	TRANSFORMADORA %	ÁGUA %	CONSTRUÇÃO %	
2000	1,11	61,19	2,87	34,8	100%
2001	1,12	61,53	2,86	34,5	100%
2002	1,13	59,86	2,76	36,3	100%
2003	1,13	59,84	3,08	36	100%
2004	1,13	59,79	3,16	35,9	100%
2005	1,15	59,58	3,17	36,1	100%
2006	1,16	59,65	3,25	35,9	100%
2007	1,14	58,97	3,29	36,6	100%
2008	1,18	58,85	3,38	36,6	100%
2009	1,17	58,9	3,87	36,1	100%
2010	1,17	58,67	3,92	36,2	100%
2011	1,19	60,4	4,2	34,2	100%

Fonte: PORDATA, disponível em www.pordata.pt

Com a análise da Tabela 1, fica claro o peso que a indústria transformadora tem no setor secundário, que acaba por influenciar todo o desempenho do setor, no global, tornando-se pertinente o seu estudo.

Por forma a utilizar uma amostra o mais limpa possível, apenas foram consideradas empresas da base de dados que tivessem toda a informação necessária ao apuramento de resultados, para os três anos a estudar. A *Amadeus* continha empresas que não contemplavam informação que nos permitissem utilizar todas variáveis necessárias ao estudo de forma contínua nos três anos de análise pelo que foram excluídas da amostra, assim como as empresas que apresentassem informação considerada anormal. É caso disso empresas com um valor de Activo muito próximo de zero, que sendo utilizado para a construção de um qualquer rácio, resultaria

num valor desajustado. O mesmo critério foi aplicado a empresas com idade negativa que foram banidas da amostra, por forma a não enviesar os resultados.

Posto isto, a amostra total deste estudo é constituída por 52.004 empresas portuguesas, dos 24 setores de atividade da indústria transformadora, entre o ano de 2009 e 2011.

A Tabela 2 apresenta, em valores absolutos e relativos, o peso que cada setor de atividade tem na indústria transformadora, para que percebamos como é constituída a amostra a estudar. Destacamos a sombreado os cinco setores com mais representatividade na indústria transformadora, sendo que o que tem uma maior percentagem é o setor 25 com 18,81% das empresas da indústria transformadora, seguido do setor 10, com 12,16%, o setor 14 com 9,26%, o setor 16 com 6,85% e, por último o setor 23 com 6,74%.

Tabela 2 - Representatividade dos setores de atividade na indústria transformadora

CÓDIGO ATIVIDADE	DESCRIÇÃO	FREQUÊNCIA ABSOLUTA	FREQUÊNCIA RELATIVA (%)	FREQUÊNCIA RELATIVA ACUMULADA (%)
10	Indústrias Alimentares	6.323	12,16	12,16
11	Indústria das bebidas	981	1,89	14,05
12	Indústria do Tabaco	9	0,02	14,06
13	Fabricação de Têxteis	2.700	5,19	19,25
14	Indústria do Vestuário	4.816	9,26	28,52
15	Indústria do Couro e dos Produtos do Couro	2.897	5,57	34,09
16	Indústria da Madeira e da Cortiça, excepto mobiliário	3.562	6,85	40,94
17	Fabricação de Pasta, Papel, Cartão	675	1,30	42,23
18	Impressão e Reprodução Suportes gravados	2.699	5,19	47,42
19	Fabricação de Coque e produtos petrolíferos refinados	5	0,01	47,43
20	Fabricação Produtos Químicos e Fibras Sintéticas e Artificiais	963	1,85	49,28
21	Fabricação de Produtos Farmacêuticos	155	0,30	49,58
22	Fabricação de Artigos de Borracha e Matérias Plásticas	1.641	3,16	52,74
23	Fabricação Produtos Minerais Não Metálicos	3.507	6,74	59,48
24	Indústrias Metalúrgicas de base	438	0,84	60,32
25	Fabricação Produtos Metálicos, excepto Máq. E Eq.	9.781	18,81	79,13
26	Fabricação Eq. Informáticos e Electrónicos	288	0,55	79,69
27	Fabricação de Eq. Eléctrico	826	1,59	81,27
28	Fabricação Máq. E Eq., n.e.	1.943	3,74	85,01
29	Fabricação Veículos Automóveis e componentes.	689	1,32	86,34
30	Fabricação Outro Eq. Transporte	204	0,39	86,73
31	Fabricação de Mobiliário e Colchões	2.928	5,63	92,36
32	Outras Indústrias Transformadoras	1.720	3,31	95,67
33	Reparação, Manutenção e Instalação Máq. E Eq.	2.254	4,33	100,00
TOTAL		52.004	100,00	

Fonte: elaborado pela autora

Foi elaborada também uma sub-amostra subordinada à *dimensão*. Para definir esta sub-amostra, recorreremos à Recomendação da Comissão Europeia, de 6 de Maio de 2003, relativo à dimensão das empresas, publicado no JO L n.º 124, de 20 de Maio de 2003, que estabelece as dimensões para micro, pequenas, médias e grandes empresas. Assim, definimos micro empresa, empresas com um número de trabalhadores inferior a 10; pequena empresa, empresa com um número de funcionários entre os 10 e os 49 colaboradores; média empresa, empresas com um número de funcionários entre os 50 e os 249; e um grupo de empresas onde estão compreendidas as Empresas com um número de trabalhadores de valor igual ou superior a 250,

consideradas grandes empresas. A Tabela 3 mostra a distribuição da empresa por tipo de dimensão.

Tabela 3 - Distribuição das empresas por tipo de dimensão

TIPO	LIMITE	FREQUÊNCIA ABSOLUTA	FREQUÊNCIA RELATIVA (%)
Micro	≤ 9 trabalhadores	25.556	49,26%
Pequena	10 a 49 trabalhadores	20.576	39,66%
Média	50 a 249 trabalhadores	5.097	9,83%
Grandes	≥ 250 trabalhadores	647	1,25%
TOTAL		51.876	100%

Fonte: elaborado pela autora

De referir que nesta sub-amostra apenas foram consideradas as empresas com informação relativa ao número de trabalhadores, pelo que as empresas que não disponham de qualquer dado relativo ao número dos seus funcionários, foram excluídas. Assim, há uma diferença de 128 empresas entre o total da amostra da indústria transformadora para o total da sub-amostra *dimensão*.

A par da *dimensão*, também a *idade* é identificada na literatura como um determinante do desempenho da empresa, pelo que foi também definida uma sub-amostra tendo em conta o número de anos que as empresas operam no mercado, para que percebamos de que forma a relação entre o financiamento bancário e o desempenho varia tendo em conta a idade das empresas.

O intervalo de idades das empresas definido foi baseado no intervalo de idades utilizado pela Central de Balanços do Banco de Portugal (2010). Apenas foi suprimido o intervalo dos 5 aos 10 anos, e definido um intervalo maior que compreendesse as empresas entre os 6 e os 20 anos. Esta readaptação tem que ver com o facto de a nossa amostra ser apenas de empresas da indústria transformadora, e por isso significativamente mais pequena do que o total das sociedades não financeiras, fazendo assim sentido apenas definir três estágios, ficando, contudo, claro que se pretende analisar empresas recentes, outras com uma posição já mais consolidada no mercado, e no terceiro intervalo, empresas mais antigas. A Tabela 4 descreve as frequências absolutas e relativas referentes a cada grupo definido, tendo em conta a idade.

Tabela 4 - Distribuição absoluta e relativa por tipo de idade

INTERVALO DE IDADES	FREQUÊNCIA ABSOLUTA	FREQUÊNCIA RELATIVA (%)
≤ 5 anos	9.445	18,16%
Entre 6 e 20 anos	25.879	49,76%
≥21 anos	16.680	32,07%
TOTAL	52.004	100,00%

Fonte: elaborado pela autora

Pela análise da tabela, conclui-se que cerca de cinquenta por cento das empresas da nossa amostra são empresas com idade entre os seis e vinte anos, i.e., metade da amostra corresponde a empresas relativamente firmes no mercado.

Por fim, a última sub-amostra definida teve por base a *Organização Interna* da empresa, que é apurada pelo número de gestores por cada funcionário. A criação deste rácio pretende aferir o nível de amplitude administrativa, para que possamos perceber o efeito que tal situação terá na relação do desempenho com o financiamento, dando-nos informação relativamente a possíveis relações de agência.

Assim, uma vez construído o rácio, calculamos a média do mesmo. No primeiro resultado obtido, o valor da média do rácio foi extremamente elevado, e por isso desmedido, uma vez que o número de empresas com um rácio de Organização Interna superior a 1, eram bastantes. Tal pode ser explicado devido ao facto de os órgãos executivos poderem estar todos nos quadros de pessoal da empresa-mãe e os trabalhadores distribuídos pelas filiais. Assim, não foram consideradas as empresas que apresentaram um rácio superior a 1, por forma a tornar os resultados mais ajustados e compreensíveis. Posto isto, obtivemos uma média do rácio de Organização Interna de 0.319, o que significa que por cada trabalhador, em média, as empresas têm 0.319 gestores, ou seja, o que a média do rácio da *Organização Interna* nos diz é que por cada três trabalhadores, as empresas têm em média, aproximadamente, um gestor. Posteriormente, dividimos a amostra em dois grupos, com as empresas com o nível de organização interna acima e abaixo da média.

A Tabela 5 apresenta as frequências absolutas e relativas das empresas com um nível de Organização Interna acima e abaixo da média

Tabela 5 - Distribuição absoluta e relativa das empresas com um nível de Organização Interna acima e abaixo da média

EMPRESAS	FREQUÊNCIA ABSOLUTA	FREQUÊNCIA RELATIVA (%)
Abaixo da média do rácio de Organização Interna	30.119	61,55%
Acima da média do Rácio de Organização Interna	18.815	38,45%
TOTAL	48.934	100%

Fonte: elaborado pela autora.

Pela leitura da tabela, percebemos que 61,55% da nossa sub-amostra têm menos de um gestor por cada dois funcionários, o que sugere um nível de amplitude administrativa alta em mais de metade da amostra. Analisaremos posteriormente, na secção dos resultados, se poderá ter ou não algum impacto na relação entre o financiamento bancário e o desempenho das empresas.

3.2. Desempenho

Sendo o objectivo principal deste estudo perceber qual a relação entre o financiamento bancário e o desempenho das empresas, é primordial definir as variáveis que nos permitirão aferir empiricamente de que forma é que os dois vectores se relacionam. Torna-se também de elevada importância definir variáveis adequadas ao estudo, de maneira a que os resultados possam ser apresentados e discutidos de forma fundamentada.

Assim, o desempenho da empresa é um pilar fundamental deste estudo, sendo apenas através da análise do mesmo que se poderão extrair as conclusões de todo este trabalho, sendo então da máxima importância que percebamos de que conceito se trata.

Segundo Lebas (1995), entende-se como desempenho a correcta gestão do modelo casual que leva à prossecução atempada dos objectivos previamente definidos, considerando todas as reservas impostas pela empresa, situação e responsáveis pela tomada de decisão. Assim, o desempenho de uma empresa permite aferir a eficácia da prossecução dos objectivos previamente definidos, através da articulação de resultados de todas as atividades consideradas relevantes para a empresa. Sang (2005) citado por Phuong (2010, refere que o desempenho pode ser avaliado tendo em conta as várias valências da empresa como sendo o marketing, os recursos humanos, o serviço ao cliente, etc. É através da informação proveniente destes departamentos que se afere o desempenho da empresa, com elementos em relação ao

crescimento da produtividade (que inclui a produtividade do trabalhador e a produtividade operacional), a rotatividade e eficiência dos trabalhadores, o desempenho financeiro, a quota de mercado, o desempenho económico, o nível de satisfação do cliente, o lucro, etc.

A dificuldade em aferir o desempenho do gestor leva ao estabelecimento de indicadores que o tornem, tanto quanto possível, quantificável. Baker *et al* (1988) distingue indicadores de desempenho objectivos e subjectivos, ressaltando que enquanto alguns trabalhos têm medidas de avaliação de desempenho objectivas, o desempenho na maioria das profissões não pode ser objectivamente medido, uma vez que a articulação entre a produção e o desempenho individual não é quantificável.

Para a aferição do desempenho, existem indicadores que nos fornecem informação em relação ao desempenho, podendo ser representados em valores absolutos e relativos (Ahmad e Dhafr, 2002). Esta divisão dos indicadores de desempenho em dois grupos é também defendida por Montenegro (2004), dando exemplos de indicadores em valores absolutos, como o volume de vendas, lucro, número de trabalhadores, e exemplos de indicadores de desempenho em valores relativos, como sendo a autonomia financeira, a rentabilidade, a liquidez.

A aferição do desempenho de uma empresa é tanto melhor quanto maior for o número de indicadores utilizados, pois quanto maior o número de indicadores, mais ajustada à realidade será a medição do desempenho (Sagüés, 2008). Segundo Sagüés (2008), os indicadores de desempenho devem obedecer a determinadas premissas. Para que sejam indicadores quantificáveis, devem ser expresso em números, não sendo prudente optar por indicadores qualitativos. No caso de se utilizar a satisfação dos clientes como medida de desempenho, é conveniente converter o indicador em unidade de medida para que seja possível quantificá-la. Para além de quantificáveis, os indicadores deverão ser dinâmicos, pois variam em períodos curtos de tempo, permitindo observar a evolução das medidas que se querem testar, pelo que indicadores estáticos não são aconselháveis.

Falck e Karlsson (2011) dividiram os indicadores de desempenho em indicadores financeiros, que permitem conhecer a situação financeira da empresa, e indicadores não financeiros. Dos indicadores não financeiros mais relevantes, os autores destacam a satisfação dos clientes.

A medição de desempenho utilizando indicadores não financeiros surge da necessidade das empresas estabelecerem formas de planear, executar e controlar o seu património, num mercado que se foi tornando cada vez mais competitivo e globalizado, exigindo novas formas de

aferir o desempenho das organizações (Carvalho e Sá, 2011). Uma empresa cujo seu desempenho é avaliado por um conjunto de indicadores, financeiros e não financeiros, tem um sistema de avaliação de desempenho mais amplo e abrangente. Um sistema deste tipo confere uma vantagem competitiva à empresa pois esta pode antecipar, de forma mais precisa, o planeamento das acções necessárias para o alcance de determinados objectivos (Dalmiro, 2001). Bhagwat e Sharma (2007) consideram a satisfação e a retenção dos clientes, a permanência e a formação profissional dada aos trabalhadores, os indicadores não financeiros mais importantes para a estratégia bem-sucedida das organizações.

Para Milost (2013) os indicadores não financeiros não reflectem o valor actual dos benefícios económicos futuros da empresa nem reflectem a situação financeira. Elena (2012) refere que os indicadores não financeiros não permitem uma avaliação global de criação de valor da empresa em termos aritméticos. Assim, dada a ausência de informação qualitativa da base de dados suficiente para que conseguíssemos construir variáveis de desempenho não financeiras suficientemente sólidas, optamos por não definir variáveis de desempenho deste tipo.

Os indicadores financeiros permitem ao gestor saber se a empresa atingiu os objectivos financeiros definidos para determinado período. Permitem diagnosticar o desempenho das empresas em termos financeiros, nomeadamente em relação à rentabilidade, solvabilidade, liquidez, equilíbrio financeiro, entre outros, possibilitando a utilização de grandes quantidades de informação de uma forma relativamente resumida. Contudo, é necessário alguma cautela quando analisados. Estes indicadores têm que ser contextualizados em relação à dimensão da empresa, setor de atividade e conjuntura, não explicando as causas dos seus valores.

A maior parte da literatura indica-nos que o desempenho da empresa é avaliado por indicadores financeiros, como sendo o retorno dos activos (ROA), o retorno sobre o património (ROE) e a margem de lucro. (Sang, 2005 citado por Phuong, 2010). Na verdade, os rácios de rentabilidade reflectem os fundos gerados pela empresa após remunerar os diferentes factores de produção e pagar os impostos que incidem no rendimento das empresas, aferindo a eficiência na utilização dos recursos da empresa e denotando o sucesso da gestão da empresa (Encarnação, 2010).

3.3. Variáveis empíricas

Posto isto, começamos por definir as variáveis que nos permitissem aferir o desempenho das empresas, um dos pontos centrais desta investigação. O desempenho reúne em si várias questões quanto à sua medida e aferição. Em vários estudos empíricos anteriormente realizados, o desempenho da empresa é medido através de rácios financeiros (Demtz e Lehn, 1985; Gorton e Rosen, 1995; Mehran, 1995; Ang *et al.*, 2000). Em alguns outros, o desempenho é aferido pelo rácio Q de Tobin (Morck *et al.*, 1988; McConnel e Servaes, 1990). Berger e Bonaccorsi di Patti (2006) aferiram o desempenho através de uma função de lucro.

À semelhança das investigações de Demtz e Lehn (1985), Gorton e Rosen (1995) Mehran (1995); Ang *et al.* (2000), avaliaremos o desempenho das empresas em análise através de rácios financeiros e económicos adequados ao propósito da investigação.

A base de dados Amadeus é rica em rubricas de medição de desempenho das empresas, cabendo-nos apenas escolher as mais ajustadas à investigação, de acordo com tudo o que foi referido na revisão da literatura. Posto isto, foram seleccionadas cinco variáveis de desempenho, a saber:

(1) ROE – Rendibilidade dos Capitais Próprios e (2) ROA – Rendibilidade do Ativo. Estes dois indicadores são os mais utilizados para medir o desempenho das empresas (Phuong, 2010, citando Sang, 2005) pelo que fazia todo o sentido incluí-los neste estudo. Apenas referir que o ROE tem em conta a política de financiamento da empresa e o ROA avalia os totais dos capitais investidos na empresa, independentemente de serem próprios ou alheios.

(3) EBITDA – Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações: fornece informação relativa à eficiência financeira da empresa, tendo em conta as suas estratégias operacionais, avaliando apenas o lucro do negócio da empresa. Esta variável permitirá avaliar o desempenho da empresa em termos brutos, sem influência de juros, impostos, depreciações e amortizações. Não será aqui tido em conta a política de financiamento da empresa.

(4) Volume de Negócios: é o somatório da conta 71 do SNC², referente às vendas da empresa e conta 72 do SNC que reflecte as prestações de serviços. O Volume de Negócios é a facturação da empresa em determinado período. Por outras palavras, o Volume de Negócios corresponde à “quantia líquida das vendas e prestações de serviços (abrangendo as indemnizações compensatórias) respeitantes às atividades normais das entidades,

² SNC: Sistema de Normalização Contabilística

consequentemente após as reduções em vendas e não incluindo nem o imposto sobre o valor acrescentado nem outros impostos diretamente relacionados com as vendas e prestações de serviços. Na prática, corresponde ao somatório das contas 71 e 72 do Plano Oficial de Contabilidade” (INE, 2002);

(5) Valor Acrescentado: é o resultado final da atividade produtiva. Resulta da diferença do valor da produção e o valor dos consumos intermédios e é calculado somando a as vendas, prestações de serviços, proveitos suplementares e trabalhos para a própria empresa. A esta soma deduzimos tudo o que foi utilizado para a atividade produtiva como sendo custos das mercadorias vendidas e matérias consumidas, fornecimentos e serviços externos e outros custos e perdas operacionais.

Importa referir que tanto o ROE como o ROA são rácios financeiros inseridos na categoria de rácios de rendibilidade, logo são medidas de desempenho em termos relativos, enquanto as restantes expressam dados em valores absolutos. É, por isso, importante ter em consideração esta diferença entre as variáveis quando se analisar a informação. Efectivamente, e por definição, um rácio relaciona qualquer tipo de informação, que deverá ser bem compreendida por parte do analista, para que a informação que o rácio fornece seja o melhor compreendida possível (Helfert, 2001).

Dado que o que se pretende perceber é se há relação entre o financiamento bancário e desempenho das empresas, e, uma vez apresentadas as variáveis de desempenho, vejamos agora as variáveis utilizadas para aferir o nível de financiamento bancário. São apresentadas de seguida as variáveis que representam outro dos pilares deste estudo, sendo que para tal, foram construídos três rácios, tendo em conta a informação fornecida pela base de dados Amadeus.

Assim, definimos o (1) *RacioEmpAtivo* que representa o total de empréstimos, independentemente da sua maturidade, no total do ativo, por forma a percebermos o nível de endividamento bancário da empresa face ao total do ativo. Foi construída também a variável (2) *RacioRespAtivo* que representa o peso das responsabilidades totais da empresa no total do ativo, dando-nos informação relativamente ao nível de capitalização das empresas. A última variável relativa ao financiamento bancário é o (3) *RacioEmpPassivo* que permite apurar o nível de empréstimos bancários face ao total do passivo.

Identificadas as variáveis chave deste estudo, vejamos agora as variáveis construídas por forma a fornecerem informação relativamente às principais características das empresas da amostra, que coincidirão com as sub-amostras definidas e apresentadas posteriormente.

A *dimensão* da empresa pode ser aferida tendo em conta vários factores, como o número de trabalhadores. Esta variável é contínua, mas será desagregada em variáveis binárias, que assumirão o valor de 1 se a empresa for constituída por determinado número de trabalhadores, e o valor de 0 caso contrário. A definição dos grupos de empresas por dimensão foi já explicada na secção 3.1.

A *idade* das empresas foi definida pela diferença do ano da observação dos dados com o ano de constituição da empresa. À semelhança da variável *dimensão*, também esta variável será subdividida em variáveis binárias, definindo grupos de empresas tendo em conta a sua idade, e assumindo o valor de 1 se tiver determinada idade e o valor de 0 caso contrário. A definição dos grupos de empresas por idade foi já discutida na secção 3.1.

A *organização interna* será medida pelo rácio *RacioOrgInt* e facultará informação relativamente ao número de gestores por cada funcionário. A Tabela 6 apresenta o conjunto das estatísticas descritivas das variáveis empíricas.

Esta tabela permite-nos perceber como é constituída a nossa amostra num plano geral. Primeiramente, de salientar os valores expressivos na rubrica do Desvio-Padrão em relação às variáveis de desempenho, o que sugere que as empresas têm valores bastante díspares de desempenho. Percebemos também que em relação ao financiamento bancário, representa, em média, 11% do total do Passivo e 7% do total do Ativo. Saliento ainda o facto do total de responsabilidades representar um valor significativo no Ativo, em média cerca de 64%, ficando claro que as empresas da indústria transformadora são empresas com predominância de capitais externos na sua estrutura de capitais, sugerindo um baixo nível de capitalização.

Quanto às características das empresas, a amostra é constituída por 52004 empresas, sendo 49% Micro Empresas e 40% Pequenas Empresas. De facto, em média, cada empresa da amostra é constituída por 27 trabalhadores, bastante afastado dos limites de Média e Grande Empresa. Esta particularidade terá, certamente, impacto nos resultados obtidos, tendo em conta as políticas de financiamento bancário próprias de Micro e Pequenas Empresas. Fica também claro pela leitura da tabela, que cerca de 50% das empresas têm idade entre os 6 e os 20 anos e que a idade média das empresas é de cerca de 17 anos. Por fim, o rácio da Organização Interna.

Tabela 6 - Estatísticas descritivas das variáveis de desempenho, rácios de endividamento e características das empresas.

	VARIÁVEL	OBSERVAÇÕES	MÉDIA	DESVIO-PADRÃO	MÍNIMO	MÁXIMO
VARIÁVEIS DE DESEMPENHO	ROE	52.004	8,073	69,783	-992,776	998.754
	ROA	52.004	3,594	10,046	-99,521	99.965
	EBITDA	52.004	320.785	3738.601	-32514.71	268131
	VA	52.004	845.882	6941,286	-16498.71	716006.3
	VN	52.004	3329.403	37673,47	-508.767	6770677
RÁCIOS DE ENDIVIDAMENTO	<i>RácioEmpAtivo</i>	51.628	0,074	0,119	0	0,929
	<i>RácioRespAtivo</i>	52.003	0,638	0,221	0	1,291
	<i>RácioEmpPassivo</i>	51.627	0,111	0,171	0	1
CARACTERÍSTICAS	<i>RácioOrgInt</i>	48.923	0,319	0,267	0	1
	Dimensão	51.876	26,762	76,221	1	3383
	Micro	52.004	0,491	0,50	0	1
	Pequena	52.004	0,396	0,489	0	1
	Média	52.004	0,098	0,297	0	1
	Grande	52.004	0,015	0,121	0	1
	Idade	52.004	17,084	13,894	0	126
	Novas	52.004	0,182	0,386	0	1
	Maior que 6 e menor que 20 anos	52.004	0,498	0,50	0	1
	Mais velhas	52.004	0,321	0,467	0	1

Fonte: elaborado pela autora com base na *Amadeus*

Percebemos que, em média, a amostra tem um elevado número de gestores por cada funcionário. Por cada dois trabalhadores há, em média, “quase” um gestor, o que se revela um valor bastante elevado. Contudo, há também empresas onde não existe nenhum gestor. Tal pode ocorrer, por exemplo, em pequenas empresas onde há apenas um sócio, desempenhando funções de gestor, sem ser reconhecido formalmente como tal pelos quadros da empresa. O único sócio concentra, assim, em si funções de acionista e gestor. As estatísticas descritivas acima explanadas, e as conclusões iniciais da nossa amostra permitirão, numa fase posterior, relacionar os resultados obtidos com o tipo de amostra apresentada. Como tem sido referido ao longo deste trabalho, o desempenho pode ser influenciado por outros determinantes que não apenas o financiamento bancário. Assim, e tendo em conta as variáveis até aqui definidas, parece-nos agora pertinente apresentar uma tabela de correlações, onde poderemos aferir se

existe correlação entre as variáveis definidas. A Tabela 7 apresenta as correlações entre variáveis empíricas.

A Tabela 7 revela que entre as variáveis de desempenho a correlação é naturalmente positiva, mas menos intensa entre as variáveis de valores relativos e absolutos. Percebemos que há uma correlação negativa entre o ROE e ROA com todos os rácios de financiamento. Ora, esta evidência poderá ser justificada pela teoria *Pecking Order* (ver, por exemplo, Myers1984 e Ross 1977) que explica que as empresas seguem uma hierarquia de fontes de financiamento, dando preferência aos fundos gerados internamente, seguido do financiamento e, por fim, a emissão de novas acções. Assim, a capacidade da empresa gerar lucros com o seu capital influencia a estrutura de capital uma vez que empresas com uma maior capacidade de gerar lucros têm logicamente uma maior capacidade de se autofinanciar, fazendo com que o endividamento seja menor.

Fica também claro que o *RacioOrgInt* apresenta correlação negativa com todas as variáveis, à excepção do rácio ROE e ROA, sugerindo que à medida que o nível de amplitude administrativa aumenta, o desempenho medido pelo EBITDA, VA e VN tende a cair, assim como o financiamento. Ainda referente a este rácio, concluímos que à medida que a empresa vai crescendo e ficando mais velha, o nível de amplitude administrativa tende a diminuir.

Salienta-se a correlação positiva entre a variável *dimensão* e *idade*, sugerindo que as empresas mais pequenas tendem a ser as mais novas. Destaco ainda a correlação positiva das variáveis de financiamento bancário com a variável *idade* e *dimensão*, deixando a indicação de que o financiamento bancário tende a aumentar com a idade da empresa e com o aumento de dimensão. De facto, e de acordo com a teoria da agência, as empresas de maior dimensão são mais diversificáveis, estando menos sujeitas a dificuldades financeiras e têm menores custos de falência. Assim, as empresas de maior dimensão têm um maior nível de endividamento relativamente às empresas de menor dimensão, pelo facto de poderem ter um acesso mais facilitado ao mercado de capitais e à obtenção de crédito. Importa referir que, independentemente da correlação, as relações entre variáveis não estão subjacentes a um princípio de causalidade, sendo apenas possível apurar o quão comum é a variação entre elas.

Tabela 7 - Matriz de correlações entre variáveis de desempenho, rácios de financiamento e características das empresas.

VARIÁVEIS	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) ROE	1										
(2) ROA	0,565***	1									
(3) EBITDA	0,028***	0,076***	1								
(4) VA	0,011***	0,043***	0,838***	1							
(5) VN	0,004	0,018***	0,693***	0,772***	1						
(6) RácioLAtivo	-0,078***	-0,137***	0,004	0,015***	0,018***	1					
(7) RácioRespAtivo	-0,044***	-0,214***	0,033***	-0,030***	-0,015***	0,223***	1				
(8) RácioEmpPassivo	-0,062***	-0,114***	0,011***	0,021***	0,210***	0,945***	0,082***	1			
(9) RácioOrgInt	0,007*	0,023***	-0,041***	-0,061***	-0,043***	-0,110***	-0,046***	-0,111***	1		
(10) Idade	-0,112***	-0,145***	0,080***	0,102***	0,071***	0,089***	-0,253***	0,138***	-0,103***	1	
(11) Func	-0,023***	-0,011**	0,519***	0,606***	0,532***	0,076***	-0,039***	0,087***	-0,170***	0,218***	1

*** A correlação é significativa ao nível de 0,01 ** A correlação é significativa ao nível de 0,05 * A correlação é significativa ao nível de 0,1

3.6. Metodologia

Para conseguirmos responder às questões de investigação, torna-se necessário definir o método que será utilizado para perceber se existe uma efectiva relação entre o financiamento bancário e o desempenho das empresas.

O método quantitativo desta investigação centrar-se-á em testes de inferência estatística às médias dos grupos definidos. Será calculada a média do *RacioEmpAtivo*, *RacioRespAtivo* e *RacioEmpPassivo* e definidos dois grupos diferentes de empresas cujo nível de financiamento se encontra abaixo ou acima da média, analisando-se o comportamento do *ROE*, *ROA*, *EBITDA*, *VA* e *VN* em função do financiamento.

Para podermos fazer o tratamento estatístico da informação acima descritiva, utilizaremos o Teste T de Student, para compararmos a diferença entre as médias de duas amostras independentes, entre grupo de empresas com um nível de financiamento abaixo e acima da média. Ora, serão os resultados do Teste T de Student que nos indicarão se as diferenças de desempenho encontradas entre o grupo de empresas abaixo e acima da média são, ou não, estatisticamente significativas. De facto, e segundo D`Hainaut (1990:192) “o teste t é um método que permite decidir se a diferença observada entre as médias de duas amostras se pode atribuir a uma causa sistemática ou se pode ser considerada como efeito de flutuações devidas ao acaso.” Isto significa que o Teste T permitirá aferir se a diferença de desempenho entre empresas é causada ou não pelo financiamento bancário. Também segundo D`Hainaut (1990) o Teste T deve ser aplicado preferencialmente a amostras com uma distribuição normal. Contudo, e uma vez que a amostra é maior do que trinta, estamos dispensados de aferir a normalidade da mesma (Pestana e Gageiro, 2003).

Complementarmente, e por forma a testar a existência de diferenças na distribuição das variáveis de desempenho para os diferentes grupos criados, será aplicado o teste Kolmogorov-Smirnov (KS).

3.7. Síntese

Neste capítulo analisámos os dados e amostra sobre a qual incidirá este estudo, as variáveis definidas e a metodologia que se adoptará para alcançar os resultados. A amostra é composta por empresas da indústria transformadora da economia portuguesa e será estudada

tendo em conta duas componentes centrais: o desempenho e o nível de financiamento bancário. Assim, foram definidas variáveis de desempenho e de financiamento que serão comparadas em grupos de empresas com um nível de financiamento abaixo e acima da média, utilizando o Teste T de Student e o Teste Kolmogorov-Smirnov. Definimos também sub-amostras tendo em conta as características das empresas, onde será replicada a metodologia para perceber se os resultados diferem.

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste quarto capítulo são apresentados e discutidos os resultados obtidos da análise empírica, com aplicação da metodologia descrita na secção anterior. Constatar-se-á a consonância ou dissonância com os resultados obtidos em investigações anteriores, apresentadas na secção da revisão da literatura. Assim, nesta secção será implementado o Teste T de Student à amostra e sub-amostras, bem como o teste Kolmogorov-Smirnov, e analisados os resultados.

4.1. Financiamento e desempenho: amostra total

A aplicação do Teste T e do Teste Kolmogorov-Smirnov tem por objectivo aferir se as diferenças de desempenho entre empresas da indústria transformadora com rácio de financiamento abaixo e acima da média são estatisticamente significativas. O desempenho é aqui representado pelas variáveis *ROE*, *ROA*, *EBITDA*, *Valor Acrescentado* e *Volume de Negócios* e o financiamento medido por rácios construídos por nós tendo em conta a informação extraída da base de dados, que permitem aferir o total do endividamento da empresa e o financiamento bancário.

A Tabela 8 apresenta os resultados das estatísticas de teste para as empresas da indústria transformadora, no período de 2009 a 2011.

Pela análise da Tabela 8, o Teste KS permite-nos concluir que tanto as empresas com um nível de financiamento abaixo da média como as empresas com um nível de financiamento acima da média foram retiradas de populações de empresas com diferentes distribuições da variável desempenho, ficando perceptível pelos resultados do Teste T que umas das diferenças nas distribuições do desempenho é precisamente na média da distribuição.

Tabela 8 - Teste T à diferença da média e teste KS, para empresas da indústria transformadora, para o período entre 2009 e 2011.

EMPRESAS DA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA (2009-2011)					
RÁCIOS	MÉDIA	EMPRESAS COM RÁCIO INFERIOR À MÉDIA (a)	EMPRESAS COM RÁCIO SUPERIOR À MÉDIA (b)	TESTE-T (a)-(b)	TESTE KOLMOGOROV- SMIRNOV (a)-(b)
<i>RácioEmpAtivo</i>	0,074	35.339	16.665		
ROE	-			15,612(0,000)***	0,121(0,000)***
ROA	-			29,705(0,000)***	0,163(0,000)***
EBITDA	-			-2,635 (0,008)***	0,256(0,000)***
VA	-			-5,540 (0,000)***	0,291(0,000)***
VN	-			-5,099(0,000)***	0,319(0,000)***
<i>RácioRespAtivo</i>	0,638	22.827	29.177		
ROE	-			6,507(0,000)***	0,109(0,000)***
ROA	-			43,650(0,000)***	0,201(0,000)***
EBITDA	-			8,692(0,000)***	0,061(0,000)***
VA	-			7,851(0,000)***	0,056(0,000)***
VN	-			4,173(0,000)***	0,030(0,000)***
<i>RácioEmpPassivo</i>	0,111	34.762	17.242		
ROE	-			14,839(0,000)***	0,135(0,000)***
ROA	-			25,738(0,000)***	0,148(0,000)***
EBITDA	-			-4,239(0,000)***	0,275(0,000)***
VA	-			-6,816(0,000)***	0,313(0,000)***
VN	-			-5,573(0,000)***	0,335(0,000)***

Fonte: elaborado pela autora

Número total de observações: 52.004; *Nível de significância de 10%, **Nível de significância de 5%, ***Nível de significância de 1%; ROE: Return on equity (Rendibilidade dos capitais próprios), ROA: Retur non assets (Rendibilidade dos ativos), EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações), VA: Valor Acrescentado, VN: Volume de Negócios.

Para analisarmos os resultados do Teste T, é pertinente que nos recordemos dos valores elevados de desvio-padrão das estatísticas descritivas nas variáveis de desempenho. De facto, os resultados a seguir apresentados são fruto da grande oscilação das variáveis de desempenho, que tornam a interpretação da informação mais complexa. Posto isto, destaca-se, em primeiro lugar, as diferenças de resultados entre os rácios que representam o financiamento bancário e o rácio que traduz o total do passivo das empresas. Efectivamente, os resultados obtidos permitem-nos concluir que empresas da indústria transformadora com um nível total de responsabilidades mais baixo apresentam um desempenho superior, em todas as variáveis de análise. O *RácioRespAtivo* traduz o grau de capitalização das empresas da indústria

transformadora. Quanto mais elevado for este rácio, maior será a descapitalização da empresa, i.e., os seus níveis de capitais próprios serão mais baixos, podendo, por esta razão, ter uma maior dificuldade no acesso ao financiamento, pois possuem pouca capacidade de reembolso de dívida, tornando o risco de incumprimento maior, inflacionando desta forma a taxa de juro obtida. Assim, empresas com um baixo nível de responsabilidades, implica que tenham um nível de capitais próprios mais elevado que lhes permite autofinanciarem-se, recorrendo menos a financiamento externo e assim reduzir os custos, nomeadamente os financeiros, podendo melhorar o desempenho. Cerca de 64% do financiamento da indústria transformadora é proveniente de fontes externas, o que conseqüentemente origina valores mais baixos de autonomia financeira, ou seja, a independência das empresas a indústria transformadora face a terceiros. É, de resto, uma conclusão transversal a todas as sub-amostras que apresentaremos (ver secção 4.2.). Este rácio tem a particularidade de não distinguir a natureza do financiamento, podendo o financiamento ser de origem bancária ou outra, medindo o grau de capitalização da empresa.

Esta conclusão corrobora a teoria dos custos de falência que defende a relação negativa entre o endividamento e a rentabilidade da empresa, e vai de encontro a outros estudos já efectuados (por exemplo, Toy *et al* (1974) Titman e Wessels (1988), e Rajan e Zingales (1995)) que concluíram que o financiamento e o desempenho apresentam uma relação negativa entre empresas de diversos países desenvolvidos.

Importa, contudo, para esta dissertação encontrar evidências da relação do financiamento com o desempenho das empresas, via teoria da agência. Efectivamente, e como foi amplamente abordado na revisão da literatura, a estrutura óptima de capitais de uma empresa (segundo a teoria dos custos de agência) está relacionada com o valor da dívida, situação que desencadeia conflitos entre acionistas e gestores, e entre acionistas e credores, que têm que ser minimizados. Assim, quando a alavancagem se torna relativamente elevada, os custos de agência da dívida tendem a tornar-se mais significativos (Altman, 1984 e Titman, 1984). Tal pode acontecer porque, com o endividamento os custos de falência tendem a aumentar, podendo levar os acionistas a investir em projectos com retornos mais elevados, ainda que os riscos sejam superiores ao desejável, uma vez que se o projecto resultar, os acionistas recebem maior parte dos ganhos, caso contrário os credores assumem a maior parte dos custos (Titman, 1984). Pode também ocorrer a situação inversa, e os acionistas abdicarem de investir na empresa para não beneficiar os credores em caso de falência da empresa. Tal

como os gestores que podem optar por diminuir os seus esforços para controlar o risco, dado que são esperados mais custos decorrentes das dificuldades financeiras. (Berger e Bonaccorsi di Patti, 2006).

Analisando a relação entre financiamento bancário e o desempenho das empresas da indústria transformadora, percebemos que esta varia consoante a medida de desempenho utilizada. Ora, como foi devidamente explicado, para a aferição do desempenho das empresas foram utilizadas dois tipos de variáveis: variáveis em valores relativos e em valores absolutos, o que originou diferenças nos resultados bastante significativas. Efectivamente, centrando a nossa análise no desempenho medido apenas pelo ROE e ROA, verificámos que o desempenho tende a ser melhor quando o nível de financiamento bancário é mais baixo. Na verdade, o financiamento bancário pode aumentar os cash flows disponíveis da empresa, podendo os gestores utilizá-los de forma desadequada, no sentido de criarem grandes fortunas (Jensen, 1986), em detrimento das necessidades da empresa. Torna-se, assim, claro que o financiamento pode figurar como um condicionante ao desempenho da empresa.

Sendo o desempenho aferido pelo EBITDA, VA e VN, a evidência estatística permite concluir que empresas com maiores níveis de financiamento bancário tendem a ter maiores níveis de desempenho. Esta conclusão vai de encontro à teoria defendida na revisão da literatura por diversos autores, dos quais destaco Grossman e Hart (1982) e Williams (1987), que defendem que o financiamento/alavancagem aumenta o desempenho da empresa, pela via da redução dos custos de agência, pois obriga os gestores a agirem mais em torno dos objectivos da empresa, pressionando no sentido de gerar cash flows para o cumprimento da dívida, evitando assim o risco de falência.

Contudo, torna-se necessário destacar a vulnerabilidade das variáveis absolutas. Esta diferença de resultados em relação ao tipo de variável de desempenho utilizada tem que ver com a própria composição das variáveis. A variável ROE e ROA são rácios financeiros, e por isso, um quociente entre duas grandezas extraídas da informação contabilística da empresa, comparando dois vectores da empresa. No caso do ROE e ROA, são rácios que comparam o resultado da empresa com o total do capital próprio e do ativo, respectivamente. De facto, o denominador destes dois rácios são medidas de dimensão da empresa, permitindo analisar os resultados obtidos tendo em conta a dimensão da empresa, possuindo por isso, a informação sob a forma de rácios, diversas vantagens relativamente às grandezas contabilísticas analisadas isoladamente em valor absoluto. Destaca-se o facto de os rácios tornarem mais significativa a

informação de conjunto proporcionada. Quando determinada empresa obtém Y de Resultados líquidos, sem nenhuma informação adicional que relativize esse número, essa informação torna-se pouco significativa dado que uma correcta apreciação deveria efectuar uma comparação com, nomeadamente, os capitais próprios (Farinha, 1994). A interpretação de indicadores assume-se bastante mais útil que a análise das grandezas, em valor absoluto, que constituem a sua base de cálculo. As comparações por diferença são muito precárias, pois não tomam em contas as proporções entre as diversas cifras, admitindo assim identidades que só existem no aspecto das diferenças encontradas entre os valores absolutos. (Silva e Fernandes, 2005). Sendo o *EBITDA*, o *Volume de Negócios* e o *Valor Acrescentado* variáveis em valor absoluto, não têm em consideração nenhuma característica da empresa que se possa utilizar para enquadrar a informação de forma a torná-la mais útil.

4.2. Financiamento e desempenho: análise por tipo de empresas

Definida e estudada a amostra, e atendendo ao referido na Revisão da Literatura a propósito dos determinantes do desempenho das empresas, pareceu-nos pertinente dividir a amostra em sub-amostras e perceber se a relação do financiamento bancário com o desempenho varia se analisarmos empresas com determinadas características específicas. Assim, foram criadas sub-amostras da indústria transformadora tendo em conta os setores de atividade com maior representatividade em número de empresas na indústria em questão, a dimensão das empresas, a idade e a organização interna.

A primeira sub-amostra apresentada diz respeito ao setor de atividade e será dividida em cinco setores distintos com maior peso na indústria transformadora, como foi devidamente fundamentado (ver Tabela 2). Pretende-se aferir se, e sendo as indústrias com mais peso na indústria transformadora, a relação entre financiamento bancário e o desempenho da empresa é similar ao total da amostra. O primeiro analisado é o setor 25, o qual representa cerca de 18,81% da indústria transformadora.

Tabela 9 - Teste T à diferença da média e teste KS, para as empresas do setor de fabricação de produtos metálicos, excepto máquinas e equipamentos, para o período entre 2009 e 2011.

EMPRESAS DA INSÚSTRIA TRANSFORMADORA – SETOR 25 (2009-2011)					
RÁCIOS	MÉDIA	EMPRESAS COM RÁCIO INFERIOR À MÉDIA (a)	EMPRESAS COM RÁCIOS SUPERIOR À MÉDIA (b)	TESTE-T (a)-(b)	TESTE KOLMOGOROV- SMIRNOV (a)-(b)
<i>RácioEmpAtivo</i>	0,070	6.691	3.090		
ROE	-			4,946(0,000)***	0,096(0,000)***
ROA	-			10,882(0,000)***	0,138(0,000)***
EBITDA	-			-6,772 (0,000)***	0,259(0,000)***
VA	-			-12,612 (0,000)***	0,308(0,000)***
VN	-			-10,105(0,000)***	0,318(0,000)***
<i>RácioRespAtivo</i>	0,651	4.261	5.520		
ROE	-			1,543(0,123)	0,107(0,000)***
ROA	-			20,523(0,000)***	0,237(0,000)***
EBITDA	-			7,025(0,000)***	0,067(0,000)***
VA	-			4,818(0,000)***	0,062(0,000)***
VN	-			2,713(0,000)***	0,036(0,000)***
<i>RácioEmpPassivo</i>	0,103	6.548	3.233		
ROE	-			5,137(0,000)***	0,109(0,000)***
ROA	-			8,913(0,000)***	0,117(0,000)***
EBITDA	-			-8,691(0,000)***	0,275(0,000)***
VA	-			-13,801(0,000)***	0,331(0,000)***
VN	-			-10,822(0,000)***	0,335(0,000)***

Fonte: elaborado pela autora

Número total de observações: 9.781; *Nível de significância de 10%, **Nível de significância de 5%, ***Nível de significância de 1%; ROE: Return on equity (Rendibilidade dos capitais próprios), ROA: Retur non assets (Rendibilidade dos ativos), EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações), VA: Valor Acrescentado, VN: Volume de Negócios.

Os resultados não variam de forma significativa face aos resultados da indústria transformadora para a sub-amostra de empresas de fabricação de produtos metálicos, excepto máquinas e equipamentos, onde se concluiu que, pela análise das medidas relativas de desempenho, o financiamento bancário apresenta uma relação negativa com o desempenho, conclusão contrária à obtida com as variáveis de desempenho absoluto. Este é um setor de atividade com características muito semelhantes ao total da amostra, tanto em relação ao comportamento do financiamento como do desempenho. Apenas ressaltar a falta de evidência estatística do ROE no rácio dos totais de responsabilidades da empresa, *RácioRespAtivo*, permitindo-nos concluir que não existe diferença significativa no desempenho medido pelo ROE,

para empresas com diferentes recursos a financiamento externo. Contudo, esta medida de desempenho apresenta evidência estatística para o Teste KS, sugerindo que as distribuições do ROE são diferentes tanto para as empresas com rácios de financiamento acima ou abaixo da média, não sendo a diferença verificada especificamente na sua média. Fica perceptível que o financiamento terá alguma relação com a variável ROE mas que não será na sua média, podendo ser, por exemplo, na mediana, na variação ou mesmo na própria configuração da distribuição.

Similarmente, a Tabela 10 apresenta os resultados do Teste T e Teste KS para empresas pertencentes à indústria alimentar, com uma representatividade na indústria transformadora de 12,16%.

De um modo geral, a Tabela 10 sugere o mesmo resultado do total da amostra quando cruzamos o desempenho das empresas do setor alimentar com o financiamento bancário obtido. Quando a medida de desempenho utilizada são os rácios financeiros, ROE e ROA, constata-se que empresas com um nível de financiamento bancário superior tendem a ter um menor desempenho. Quando analisadas as variáveis de desempenho em termos absolutos, obtemos conclusões diferentes, ficando claro que empresas com um nível de financiamento bancário superior têm, em média, um nível de desempenho mais alto. A variável *RácioRespAtivo* não permite obter conclusões tão claras quanto as anteriores. De facto, apenas a variável ROA apresenta evidência estatística de que empresas com um passivo mais elevado, tendem a ter um desempenho inferior. Estes resultados apresentam coerência com os resultados do total da amostra, sugerindo que o setor de atividade não terá um impacto significativo no desempenho da empresa, resultado que vai de encontro aos resultados obtidos por Lisboa e Augusto (2003) que analisou o impacto do setor de atividade onde a empresa se insere no desempenho da mesma, constatando os efeitos pouco significativos.

Tabela 10 - Teste T à diferença da média e Teste KS, para as empresas da indústria alimentar, para o período entre 2009 e 2011

EMPRESAS DA INSÚSTRIA TRANSFORMADORA – SETOR 10 (2009-2011)					
RÁCIOS	MÉDIA	EMPRESAS COM RÁCIO INFERIOR À MÉDIA (a)	EMPRESAS COM RÁCIO SUPERIOR À MÉDIA (b)	TESTE-T (a)-(b)	TESTE KOLMOGOROV- SMIRNOV (a)-(b)
<i>RácioEmpAtivo</i>	0,078	4.384	1.939		
ROE	-			8,309(0,000)***	0,120(0,000)***
ROA	-			12,582(0,000)***	0,182(0,000)***
EBITDA	-			-6,586 (0,000)***	0,303(0,000)***
VA	-			-7,370 (0,000)***	0,333(0,000)***
VN	-			-9,110(0,000)***	0,371(0,000)***
<i>RácioRespAtivo</i>	0,598	2.836	3.487		
ROE	-			1,174(0,241)	0,119(0,000)***
ROA	-			17,005(0,000)***	0,247(0,000)***
EBITDA	-			2,003 (0,045)**	0,086(0,000)***
VA	-			2,148 (0,032)**	0,080(0,000)***
VN	-			0,388(0,698)	0,128(0,000)***
<i>RácioEmpPassivo</i>	0,119	4.340	1.983		
ROE	-			7,908(0,000)***	0,121(0,000)***
ROA	-			10,822(0,000)***	0,159(0,000)***
EBITDA	-			-7,089(0,000)***	0,321(0,000)***
VA	-			-7,880(0,000)***	0,351(0,000)***
VN	-			-9,604(0,000)***	0,381(0,000)***

Fonte: elaborado pela autora

Número total de observações: 6.323; *Nível de significância de 10%, **Nível de significância de 5%, ***Nível de significância de 1%; ROE: Return on equity (Rendibilidade dos capitais próprios), ROA: Retur non assets (Rendibilidade dos ativos), EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações), VA: Valor Acrescentado, VN: Volume de Negócios

Na Tabela 11, apresentam-se os resultados do Teste T e Teste KS para o setor 14 – indústria do vestuário, terceiro maior setor da indústria transformadora, com uma representatividade de 9,26%.

À semelhança dos setores anteriores, também a indústria do Vestuário vai de encontro aos resultados obtidos para a indústria transformadora no que diz respeito ao financiamento bancário. Quanto à variável que traduz o total das responsabilidades da empresa, *RácioRespActivo*, ressaltamos o facto de, tal como ocorreu na indústria alimentar, não haver evidência estatística para a variável de desempenho *ROE* e *VN*. Destacar ainda a baixa evidência

estatística no teste KS para a variável de desempenho *EBITDA* e a variável de financiamento, *RácioRespActivo*.

Tabela 11 - Teste T à diferença da média e Teste KS, para as empresas da indústria do vestuário, para o período entre 2009 e 2011

EMPRESAS DA INSÚSTRIA TRANSFORMADORA – SETOR 14 (2009-2011)					
RÁCIOS	MÉDIA	EMPRESAS COM RÁCIO INFERIOR À MÉDIA (a)	EMPRESAS COM RÁCIO SUPERIOR À MÉDIA (b)	TESTE-T (a)-(b)	TESTE KOLMOGOROV- SMIRNOV (a)-(b)
<i>RácioEmpActivo</i>	0,066	3.394	1.422		
ROE	-			6,389(0,000)***	0,166(0,000)***
ROA	-			10,039(0,000)***	0,206(0,000)***
EBITDA	-			-7,470 (0,000)***	0,259(0,000)***
VA	-			-13,354 (0,000)***	0,304(0,000)***
VN	-			-11,887 (0,000)***	0,358(0,000)***
<i>RácioRespActivo</i>	0,656	2.112	2.704		
ROE	-			0,148 (0,882)	0,139(0,000)***
ROA	-			10,321 (0,000)***	0,174(0,000)***
EBITDA	-			2,666(0,008)***	0,036(0,099)*
VA	-			4,163 (0,000)***	0,060(0,000)***
VN	-			0,137(0,891)	0,114(0,000)***
<i>RácioEmpPassivo</i>	0,096	3.335	1.481		
ROE	-			6,341(0,000)***	0,195(0,000)***
ROA	-			9,843(0,000)***	0,201(0,000)***
EBITDA	-			-7,800(0,000)***	0,269(0,000)***
VA	-			-14,501(0,000)***	0,323(0,000)***
VN	-			-12,084(0,000)***	0,365(0,000)***

Fonte: elaborado pela autora

Número total de observações: 4.816; *Nível de significância de 10%, **Nível de significância de 5%, ***Nível de significância de 1%; ROE: Return on equity (Rendibilidade dos capitais próprios), ROA: Retur non assets (Rendibilidade dos ativos), EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações), VA: Valor Acrescentado, VN: Volume de Negócios

Na Tabela 12, exibem-se os resultados do Teste T e KS para o setor da indústria da Madeira e da Cortiça e suas obras, excepto mobiliário, e fabricação de obras da cestaria e espartaria, o setor 16.

Tabela 12 - Teste T à diferença da média e Teste KS, para as empresas da indústria da Madeira e da Cortiça e suas obras, excepto mobiliário, e fabricação de obras da cestaria e espartaria, para o período entre 2009 e 2011

EMPRESAS DA INSÚSTRIA TRANSFORMADORA - SETOR 16 (2009-2011)					
RÁCIOS	MÉDIA	EMPRESAS	EMPRESAS	TESTE-T (a)-(b)	TESTE KOLMOGOROV- SMIRNOV (a)-(b)
		COM RÁCIO INFERIOR À MÉDIA (a)	COM RÁCIO SUPERIOR À MÉDIA (b)		
<i>RácioEmpAtivo</i>	0,085	2.363	1.199		
ROE	-			2,952(0,003)***	0,136(0,000)***
ROA	-			7,510(0,000)***	0,173(0,000)***
EBITDA	-			-0,533 (0,594)	0,256(0,000)***
VA	-			-1,852 (0,064)*	0,297(0,000)***
VN	-			-2,717(0,007)***	0,312(0,000)***
<i>RácioRespAtivo</i>	0,659	1.523	2.039		
ROE	-			2,415 (0,016)**	0,154(0,000)***
ROA	-			9,645(0,000)***	0,181(0,000)***
EBITDA	-			2,638(0,008)***	0,110(0,000)***
VA	-			2,968 (0,003)***	0,115(0,000)***
VN	-			2,436(0,015)**	0,068(0,001)***
<i>RácioEmpPassivo</i>	0,128	2.325	1.237		
ROE	-			1,158(0,247)	0,156(0,000)***
ROA	-			-5,313(0,000)***	0,141(0,000)***
EBITDA	-			-3,007(0,003)***	0,296(0,000)***
VA	-			-4,391(0,000)***	0,317(0,000)***
VN	-			-4,346(0,000)***	0,323(0,000)***

Fonte: elaborado pela autora

Número total de observações: 3.562; *Nível de significância de 10%, **Nível de significância de 5%, ***Nível de significância de 1%; ROE: Return on equity (Rendibilidade dos capitais próprios), ROA: Retur non assets (Rendibilidade dos ativos), EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações), VA: Valor Acrescentado, VN: Volume de Negócios

Pela análise da Tabela 12, de um modo geral, as conclusões obtidas para o setor da indústria da Madeira e da Cortiça e suas obras, excepto mobiliário, e fabricação de obras da cestaria e espartaria são semelhantes ao total da amostra, sugerindo que as empresas deste setor de atividade com um maior nível de financiamento apresentam um menor desempenho. Esta relação fica clara precisamente no *RácioRespAtivo*, que nos diz que em média, 65% do financiamento deste setor é externo, apresentando por isso uma relação negativa com o desempenho. Frisa-se apenas o facto de, pelo Teste T, não haver diferença significativa de

desempenho das empresas, tendo em conta o financiamento bancário, quando o mesmo é medido pelo ROA e cruzado com a variável *RácioEmpPassivo*. Tal acontece também em relação à variável EBITDA quando analisada sob a variável *RácioEmpAtivo*, o que significa que, apesar de as diferenças não serem significativas na média das variáveis de desempenho, o mesmo aconteça noutras medidas como na mediana ou variância, uma vez que os resultados do Teste KS apresentam diferenças significativas.

Na Tabela 13, apresentamos os resultados do Teste T à média de desempenho e do Teste KS para último setor de atividade da indústria transformadora aqui analisado – o setor 23.

Pela análise da Tabela 13, percebemos que empresas com um nível de financiamento superior tendem a ter um menor desempenho, conclusão já obtida nos setores anteriores referidos. Também neste setor o nível de financiamento externo é próximo do nível do total da amostra. Quando analisado o peso que os empréstimos têm nas fontes de financiamento, importa ainda destacar dois pontos: não há evidência estatística de que as medidas de desempenho em valor absoluto sejam sensíveis à variável *RácioEmpAtivo*, assim como acontece com a variável *EBITDA* quando se analisa a variável *RácioEmpPassivo*. Contudo, e como os resultados do Teste KS apresentam evidência estatística para todas as rubricas, salienta-se que esta conclusão apenas se aplica à inexistência de diferenças do desempenho na sua média, havendo outras medidas onde essa diferença poderá existir.

Tabela 13 - Teste T à diferença da média e Teste KS, para as empresas de Outros produtos minerais não metálicos, para o período entre 2009 e 2011

EMPRESAS DA INSÚSTRIA TRANSFORMADORA – SETOR 23 (2009-2011)					
RÁCIOS	MÉDIA	EMPRESAS COM RÁCIO INFERIOR À MÉDIA (a)	EMPRESAS COM RÁCIO SUPERIOR À MÉDIA (b)	TESTE-T (a)-(b)	TESTE KOLMOGOROV- SMIRNOV (a)-(b)
<i>RácioEmpAtivo</i>	0,081	2.305	1.202		
ROE	-			2,923(0,004)***	0,072(0,001)***
ROA	-			4,666(0,000)***	0,099(0,000)***
EBITDA	-			-0,268 (0,789)	0,193(0,000)***
VA	-			-0,841 (0,400)	0,236(0,000)***
VN	-			-1,310(0,190)	0,259(0,000)***
<i>RácioRespAtivo</i>	0,639	1.543	1.964		
ROE	-			4,961 (0,000)***	0,160(0,000)***
ROA	-			6,987(0,000)***	0,103(0,000)***
EBITDA	-			4,866(0,000)***	0,122(0,000)***
VA	-			5,293 (0,000)***	0,131(0,000)***
VN	-			5,410(0,000)***	0,114(0,000)***
<i>RácioEmpPassivo</i>	0,124	2.275	1.232		
ROE	-			2,814(0,005)***	0,092(0,000)***
ROA	-			3,476(0,001)***	0,087(0,000)***
EBITDA	-			-1,566(0,118)	0,217(0,000)***
VA	-			-2,333(0,020)**	0,258(0,000)***
VN	-			-2,698(0,007)***	0,274(0,000)***

Fonte: elaborado pela autora

Número total de observações: 3.507; *Nível de significância de 10%, **Nível de significância de 5%, ***Nível de significância de 1%; ROE: Return on equity (Rendibilidade dos capitais próprios), ROA: Retur non assets (Rendibilidade dos ativos), EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações), VA: Valor Acrescentado, VN: Volume de Negócios

Analisados os cinco setores com maior representatividade na indústria transformadora, fica claro que os resultados obtidos são muito semelhantes aos resultados obtidos para o total da amostra. Esta coerência de resultados com o total da amostra era expectável, uma vez que foram seleccionados os cinco maiores setores da indústria transformadora, logo os que possuem uma maior representatividade. Conclui-se também que não há diferenças significativas na relação do desempenho com o financiamento entre os cinco setores analisados, não havendo por isso evidência concreta de que o determinante sector de atividade aqui tenha condicionado os resultados. De facto, os três rácios de financiamento apresentaram nos setores analisados valores muito próximos do total da amostra, pelo que os resultados não poderiam ser muito

diferentes. Poderia até ser esperado que não houvesse grandes diferenças uma vez que, e apesar de terem sido seleccionados setores distintos, todos eles pertencem à indústria transformadora. No entanto, estes cinco setores são bastantes distintos entre si, contemplando a indústria alimentar, de vestuário, produtos metálicos, produtos não metálicos e indústria da madeira e da cortiça, que têm, características próprias, que por si só, criam heterogeneidade entre as empresas, a qual influencia o desempenho das empresas e pode explicar as diferenças de desempenho.

Analisadas e sintetizadas as conclusões da relação do desempenho das empresas com o financiamento, nomeadamente o financiamento bancário, para a sub-amostra setor de atividade, analisemos agora um outro determinante de desempenho: a dimensão da empresa.

A Tabela 14 apresenta os resultados do Teste T e do Teste KS à relação do financiamento com o desempenho das micro-empresas, da indústria transformadora. Esta tabela, relativa às micro-empresas apresenta, em traços gerais, os mesmos resultados do total da amostra, o que seria já expectável, dado que as micro-empresas representam cerca de 49% das empresas da indústria transformadora (ver tabela 3). Salienta-se a falta de evidência estatística na diferença de desempenho medido pela variável ROE e VN, para a variável de financiamento *RácioRespAtivo*, sugerindo que nas micros empresas da indústria transformadora o desempenho não é sensível ao nível de capitalização.

Tabela 14 - Teste T à diferença da média e Teste KS às micros empresas da indústria transformadora, para o período entre 2009 e 2011

MICRO-EMPRESAS DA INSÚSTRIA TRANSFORMADORA (2009-2011)					
RÁCIOS	MÉDIA	EMPRESAS COM RÁCIO INFERIOR À MÉDIA (a)	EMPRESAS COM RÁCIO SUPERIOR À MÉDIA (b)	TESTE-T (a)-(b)	TESTE KOLMOGOROV- SMIRNOV (a)-(b)
<i>RácioEmpAtivo</i>	0,048	19.443	6.113		
ROE	-			7,564(0,000)***	0,064(0,000)***
ROA	-			14,161(0,000)***	0,120(0,000)***
EBITDA	-			-3,769 (0,000)***	0,162(0,000)***
VA	-			-8,358 (0,000)***	0,179(0,000)***
VN	-			-5,833(0,000)***	0,195(0,000)***
<i>RácioRespAtivo</i>	0,641	11.124	14.432		
ROE	-			1,431 (0,153)	0,133(0,000)***
ROA	-			30,288(0,000)***	0,204(0,000)***
EBITDA	-			3,017 (0,003)***	0,029(0,000)***
VA	-			3,917 (0,000)***	0,034(0,000)***
VN	-			-0,501(0,617)	0,070(0,000)***
<i>RácioEmpPassivo</i>	0,072	19.380	6.176		
ROE	-			7,041(0,000)***	0,074(0,000)***
ROA	-			12,410(0,000)***	0,105(0,000)***
EBITDA	-			-4,296(0,000)***	0,173(0,000)***
VA	-			-9,312(0,000)**	0,192(0,000)***
VN	-			5,871(0,000)***	0,199(0,000)***

Fonte: elaborado pela autora

Número total de observações: 25.556; *Nível de significância de 10%, **Nível de significância de 5%, ***Nível de significância de 1%; ROE: Return on equity (Rendibilidade dos capitais próprios), ROA: Retur non assets (Rendibilidade dos ativos), EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações), VA: Valor Acrescentado, VN: Volume de Negócios

A Tabela 15 apresenta os resultados do Teste T e do Teste KS para as pequenas empresas da indústria transformadora.

Tabela 15 - Teste T à diferença das médias e Teste KS, para as pequenas empresas da indústria transformadora, para o período entre 2009 e 2011

PEQUENAS EMPRESAS DA INSÚSTRIA TRANSFORMADORA (2009-2011)					
RÁCIOS	MÉDIA	EMPRESAS COM RÁCIO INFERIOR À MÉDIA (a)	EMPRESAS COM RÁCIO SUPERIOR À MÉDIA (b)	TESTE-T (a)-(b)	TESTE KOLMOGOROV- SMIRNOV (a)-(b)
<i>RácioEmpAtivo</i>	0,093	13.193	7.383		
ROE	-			9,855(0,000)***	0,115(0,000)***
ROA	-			20,522(0,000)***	0,168(0,000)***
EBITDA	-			-3,011 (0,603)	0,141(0,000)***
VA	-			-0,304 (0,761)	0,150(0,000)***
VN	-			-10,295(0,000)***	0,189(0,000)***
<i>RácioRespAtivo</i>	0,643	9.077	11.499		
ROE	-			5,633(0,000)***	0,104(0,000)***
ROA	-			27,631(0,000)***	0,184(0,000)***
EBITDA	-			9,344 (0,000)***	0,072(0,000)***
VA	-			0,520 (0,603)	0,080(0,000)***
VN	-			-0,837(0,403)	0,031(0,000)***
<i>RácioEmpPassivo</i>	0,139	12.869	7.707		
ROE	-			8,939(0,000)***	0,132(0,000)***
ROA	-			16,221(0,000)***	0,137(0,000)***
EBITDA	-			-6,230(0,000)***	0,161(0,000)***
VA	-			-0,720 (0,471)	0,165(0,000)***
VN	-			-10,513(0,000)***	0,195(0,000)***

Fonte: elaborado pela autora

Número total de observações: 20.576; *Nível de significância de 10%, **Nível de significância de 5%, ***Nível de significância de 1%; ROE: Return on equity (Rendibilidade dos capitais próprios), ROA: Retur non assets (Rendibilidade dos ativos), EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações), VA: Valor Acrescentado, VN: Volume de Negócios

A Tabela 15 permite-nos concluir que, e à semelhança do total da amostra, as variáveis *RácioEmpAtivo* e *RácioEmpPassivo* têm, em média, uma relação negativa com as variáveis de desempenho ROE e ROA, o que sugere que as pequenas empresas com um maior nível de financiamento bancário, tendem a ter um nível de desempenho inferior. Importa referir as variáveis de desempenho em valores absolutos são as que apresentam menor evidência estatística nas três variáveis de financiamento, que poderá estar ligada à própria construção das

variáveis, que tornam as variáveis em valores relativos mais coerentes para aferição do desempenho, pelas razões já enunciadas.

A Tabela 16 apresenta os resultados do Teste T e do Teste KS para as médias empresas da indústria transformadora.

Tabela 16 - Teste T à diferença as médias e Teste KS, para as médias empresas da indústria transformadora, para o período entre 2009 e 2011

MÉDIAS-EMPRESAS DA INSÚSTRIA TRANSFORMADORA (2009-2011)					
RÁCIOS	MÉDIA	EMPRESAS	EMPRESAS	TESTE-T (a)-(b)	TESTE
		COM RÁCIO INFERIOR À MÉDIA (a)	COM RÁCIO SUPERIOR À MÉDIA (b)		KOLMOGOROV- SMIRNOV (a)-(b)
<i>RácioEmpAtivo</i>	0,121	3.017	2.080		
ROE	-			5,586(0,000)***	0,128(0,000)***
ROA	-			11,955(0,000)***	0,206(0,000)***
EBITDA	-			4,523(0,000)***	0,069(0,000)***
VA	-			5,447 (0,000)***	0,066(0,000)***
VN	-			1,329(0,184)	0,050(0,000)***
<i>RácioRespAtivo</i>	0,618	2.258	2.839		
ROE	-			7,536(0,000)***	0,133(0,000)***
ROA	-			16,986(0,000)***	0,204(0,000)***
EBITDA	-			5,378 (0,003)***	0,029(0,000)***
VA	-			6,905 (0,000)***	0,034(0,000)***
VN	-			1,398(0,162)	0,070(0,000)***
<i>RácioEmpPassivo</i>	0,184	2.923	2,174		
ROE	-			4,159(0,000)***	0,141(0,000)***
ROA	-			10,530(0,000)***	0,179(0,000)***
EBITDA	-			3,788(0,000)***	0,050(0,000)***
VA	-			4,503(0,000)***	0,052(0,000)***
VN	-			1,004(0,316)	0,061(0,000)***

Fonte: elaborado pela autora

Número total de observações: 5.097; *Nível de significância de 10%, **Nível de significância de 5%, ***Nível de significância de 1%; ROE: Return on equity (Rendibilidade dos capitais próprios), ROA: Return on assets (Rendibilidade dos ativos), EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações), VA: Valor Acrescentado, VN: Volume de Negócios

A Tabela 16 permite-nos concluir que as médias empresas com um nível de financiamento bancário superior à média, tendem a ter um pior desempenho. Conclusão igual se obtém quando analisada a variável do total das responsabilidades da empresa, *RácioRespAtivo*. De destacar apenas que a variável *VN* não apresenta evidência estatística da sua sensibilidade à

dimensão do passivo, em nenhuma das variáveis. Comparativamente com as empresas com menor dimensão, percebemos que os resultados são diferentes. De facto, ao analisarmos os rácios de financiamento que focam o peso dos empréstimos, percebemos que nas médias empresas, independentemente das variáveis serem relativas ou absolutas, o desempenho tende a ser menor para um nível de financiamento superior. Tal sugere que o efeito que o financiamento apresenta no desempenho fica mais claro à medida que as empresas crescem em termos de dimensão. De facto, a Teoria *Pecking Order* (ver, por exemplo, Myers, 1984, e Ross 1977) defende que as empresas com maior dimensão têm preferência por financiamento externo, indo de encontro às diferenças de resultados face às micros e pequenas empresas. As maiores empresas tendem a ter um acesso mais facilitado ao mercado de capitais, mas se os seus níveis de capitalização não forem garantes do cumprimento da dívida, os custos financeiros tendem a aumentar.

Na Tabela 17, apresentam-se os resultados do Teste T e Teste KS para as grandes empresas da indústria transformadora.

Pela análise da tabela, conclui-se que, no geral, as grandes empresas com um nível de financiamento superior, têm um desempenho inferior às empresas com um nível de financiamento mais baixo, em todas as variáveis analisadas. De referir que o *ROE* não apresenta evidência estatística de que varie em função do financiamento bancário. Não existe também evidência estatística, tanto pelo teste T como pelo teste KS, de que a variável *W* seja sensível ao endividamento da empresa. Para Himmelberg *et al* (1999), nas grandes empresas, os custos de agência e a monitorização atingem outras escalas, aumentando a desejada aproximação entre gestão e propriedade e o controlo mais apertado de toda a atividade, havendo a probabilidade de originar custos acrescidos para a empresa, podendo diminuir o seu desempenho. Apesar de a literatura apontar que com a dimensão o financiamento tende a aumentar, verificamos que nas grandes empresas da indústria transformadora o nível de financiamento diminuiu face às empresas de menor dimensão.

Tabela 17 - Teste T às diferenças da média e Teste KS, para as grandes empresas da indústria transformadora, para o período entre 2009 e 2011

GRANDES EMPRESAS DA INSÚSTRIA TRANSFORMADORA (2009-2011)					
RÁCIOS	MÉDIA	EMPRESAS COM RÁCIO INFERIOR À MÉDIA (a)	EMPRESAS COM RÁCIO SUPERIOR À MÉDIA (b)	TESTE-T (a)-(b)	TESTE KOLMOGOROV- SMIRNOV (a)-(b)
<i>RácioEmpAtivo</i>	0,097	400	247		
ROE	-			0,811(0,418)	0,141(0,000)***
ROA	-			4,199(0,000)***	0,226(0,000)***
EBITDA	-			3,241(0,001)***	0,213(0,000)***
VA	-			3,318(0,001)***	0,237(0,000)***
VN	-			2,310(0,021)**	0,195(0,000)***
<i>RácioRespAtivo</i>	0,582	284	363		
ROE	-			4,175(0,000)***	0,211(0,000)***
ROA	-			7,882(0,000)***	0,354(0,000)***
EBITDA	-			2.391 (0,000)***	0,193(0,000)***
VA	-			1,703 (0,089)*	0,157(0,001)***
VN	-			0,215(0,839)	0,102(0,072)*
<i>RácioEmpPassivo</i>	0,155	391	256		
ROE	-			0,176(0,861)	0,135(0,007)***
ROA	-			2,860(0,004)***	0,159(0,001)***
EBITDA	-			3,168(0,002)***	0,186(0,000)***
VA	-			3,273(0,001)***	0,235(0,000)***
VN	-			2,266(0,024)**	0,183(0,000)***

Fonte: elaborado pela autora

Número total de observações: 647; *Nível de significância de 10%, **Nível de significância de 5%, ***Nível de significância de 1%; ROE: Return on equity (Rendibilidade dos capitais próprios), ROA: Retur non assets (Rendibilidade dos ativos), EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações), VA: Valor Acrescentado, VN: Volume de Negócios

Com a divisão das empresas da indústria transformadora por níveis de dimensão ficou perceptível que quanto maior for a empresa, mais uniformes são os resultados obtidos. Na verdade, as médias e grandes empresas com um nível de financiamento superior apresentam um desempenho menor em todas as suas variáveis utilizadas, não havendo distinção entre as variáveis em valores absolutos e relativos. Assim, não podemos dissociar a dimensão do desempenho da empresa, uma vez que, é nas médias e grandes empresas que os resultados se revelaram uniformes relativamente ao comportamento do desempenho, situação diferente da ocorrida nas micros e pequenas empresas, onde os resultados variaram tendo em conta a natureza da variável.

Recorrendo à Tabela 7, percebemos que o financiamento bancário tende a aumentar com a dimensão da empresa, uma vez que são as maiores empresas que têm um acesso mais facilitado ao crédito para investimento, diversificando mais a sua estratégia (Yang e Chen, 2009), conseguindo-o a taxas de juros mais baixas e reduzindo o custo de falência. De facto, ao analisarmos o nível do total do passivo, percebemos que a média do financiamento bancário foi aumentando com a dimensão da empresa, ficando assim perceptível que empresas de menor dimensão apresentam níveis de endividamento inferiores devido à dificuldade de acesso ao crédito e ao mercado de capitais (Titman e Wessels, 1988). Destacamos outro facto: a média de endividamento desce das médias para as grandes empresas. Tal pode ser explicado pelo facto de, com o alcance de determinado nível de dimensão, a empresa atinge um elevado nível de burocracia e de rigidez de processos, e tende a centrar-se no mercado a que já pertence, ao contrário das empresas mais pequenas que procuram mercados novos e potenciadores (Christensen, 1997, citado por Kipesha, 2013). A Tabela 7 sugere também que as empresas pequenas tendem a ser as mais novas, o que poderá ser um entrave no acesso ao financiamento, na medida em que “pequenas empresas exibem altas taxas de lucro, baixa probabilidade de sobrevivência e uma elevada dificuldade no acesso ao mercado de capitais.” (Dhawan, 2001:270).

A *idade* foi também apontada na revisão da literatura como um determinante do desempenho, principalmente devido ao efeito *learning-by-doing*, pois a experiência que a empresa vai adquirindo ao longo do tempo permite aperfeiçoar técnicas de produção, permitindo inovar as suas rotinas produtivas (Vassilakis, 2008, citado por Kipesha, 2013) influenciando o desempenho. A Tabela 18 apresenta os resultados do Teste T e Teste KS para as empresas cuja idade varia entre os 0 e os 5 anos.

Tabela 18 - Teste T às diferenças das médias e Teste KS, para empresas com idade entre os 0 e os 5 anos, para o período entre 2009 e 2011

EMPRESAS DA INSÚSTRIA TRANSFORMADORA COM IDADE ENTRE OS 0 E 5 ANOS (2009-2011)					
RÁCIOS	MÉDIA	EMPRESAS COM RÁCIO INFERIOR À MÉDIA (a)	EMPRESAS COM RÁCIO SUPERIOR À MÉDIA (b)	TESTE-T (a)-(b)	TESTE KOLMOGOROV- SMIRNOV (a)-(b)
<i>RácioEmpAtivo</i>	0,055	6.988	2.457		
ROE	-			6,754(0,000)***	0,114(0,000)***
ROA	-			12,993(0,000)***	0,153(0,000)***
EBITDA	-			-2,088(0,037)**	0,221(0,000)***
VA	-			-5,741(0,000)***	0,242(0,000)***
VN	-			-3,291(0,001)***	0,284(0,000)***
<i>RácioRespAtivo</i>	0,750	3.737	5.708		
ROE	-			0,199(0,842)	0,053(0,000)***
ROA	-			33,873(0,000)***	0,355(0,000)***
EBITDA	-			3,288 (0,000)***	0,064(0,000)***
VA	-			3,608 (0,000)***	0,043(0,000)***
VN	-			1,293(0,196)	0,126(0,000)***
<i>RácioEmpPassivo</i>	0,071	6.988	2.457		
ROE	-			7,388(0,000)***	0,122(0,000)***
ROA	-			11,939(0,000)***	0,142(0,000)***
EBITDA	-			-2,349(0,019)**	0,225(0,000)***
VA	-			-6,099(0,000)***	0,245(0,000)***
VN	-			-3,41(0,001)***	0,283(0,000)***

Fonte: elaborado pela autora

Número total de observações: 9.499; *Nível de significância de 10%, **Nível de significância de 5%, ***Nível de significância de 1%; ROE: Return on equity (Rendibilidade dos capitais próprios), ROA: Retur non assets (Rendibilidade dos ativos), EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações), VA: Valor Acrescentado, VN: Volume de Negócios

Pela análise da tabela, percebemos que o comportamento é semelhante ao do total da amostra, havendo apenas a destacar a falta de evidência estatística do ROE e VN para o total das responsabilidades. No geral, percebemos que o rácio que traduz a capitalização das empresas da indústria transformadora, permite-nos concluir que um nível de financiamento mais elevado, tende a comprometer de forma negativa o desempenho, pois empresas descapitalizadas têm mais dificuldades no acesso ao crédito, dado as suas poucas garantias de cumprimento, fazendo com que o desempenho possa ficar condicionado. A falta de evidência estatística do ROE e VN tem que ver com a medida analisada, a média, uma vez que os resultados do Teste KS atestam a existência de diferenças do desempenho noutras medidas de distribuição das variáveis em causa.

Tabela 19 - Teste T às diferenças da média e Teste KS, para as empresas entre os 6 e os 20 anos, para o período entre 2009 e 2011

EMPRESAS DA INSÚSTRIA TRANSFORMADORA COM IDADE ENTRE OS 6 E 20 ANOS (2009-2011)					
RÁCIOS	MÉDIA	EMPRESAS COM RÁCIO INFERIOR À MÉDIA (a)	EMPRESAS COM RÁCIO SUPERIOR À MÉDIA (b)	TESTE-T (a)-(b)	TESTE KOLMOGOROV- SMIRNOV (a)-(b)
<i>RácioEmpAtivo</i>	0,071	17.728	8.151		
ROE	-			6,925(0,000)***	0,083(0,000)***
ROA	-			16,925(0,000)***	0,139(0,000)***
EBITDA	-			-2,158(0,031)**	0,256(0,000)***
VA	-			-3,044(0,002)***	0,281(0,000)***
VN	-			-4,898(0,000)***	0,314(0,000)***
<i>RácioRespAtivo</i>	0,642	11.282	14.597		
ROE	-			8,406(0,000)***	0,088(0,000)***
ROA	-			38,647(0,000)***	0,261(0,000)***
EBITDA	-			5,052 (0,000)***	0,026(0,000)***
VA	-			3,385 (0,001)***	0,041(0,000)***
VN	-			3,956(0,000)***	0,079(0,000)***
<i>RácioEmpPassivo</i>	0,115	17.492	8.387		
ROE	-			6,289(0,000)***	0,091(0,000)***
ROA	-			13,362(0,000)***	0,115(0,000)***
EBITDA	-			-3,459(0,001)***	0,270(0,000)***
VA	-			-3,725(0,000)***	0,293(0,000)***
VN	-			-5,243(0,000)***	0,322(0,000)***

Fonte: elaborado pela autora

Número total de observações: 25.879; *Nível de significância de 10%, **Nível de significância de 5%, ***Nível de significância de 1%; ROE: Return on equity (Rendibilidade dos capitais próprios), ROA: Retur non assets (Rendibilidade dos ativos), EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações), VA: Valor Acrescentado, VN: Volume de Negócios

Os resultados das estatísticas de teste são muito semelhantes aos do total da amostra, o que seria expectável, uma vez que as empresas entre os 6 e os 20 anos representam cerca de 50% das empresas da indústria transformadora.

A Tabela 20 reflete os resultados do Teste T e Teste KS para empresas com mais de 21 anos, o último grupo da sub-amostra idade, que representa cerca de 32% do total da amostra.

Tabela 20 - Teste T às diferenças da média e Teste KS, para as empresas com mais de 21 anos, para o período entre 2009 e 2011

EMPRESAS DA INSÚSTRIA TRANSFORMADORA COM IDADE SUPERIOR A 21 ANOS (2009-2011)					
RÁCIOS	MÉDIA	EMPRESAS COM RÁCIO INFERIOR À MÉDIA (a)	EMPRESAS COM RÁCIO SUPERIOR À MÉDIA (b)	TESTE-T (a)-(b)	TESTE KOLMOGOROV- SMIRNOV (a)-(b)
<i>RácioEmpAtivo</i>	0,088	7.646	9.034		
ROE	-			7,837(0,000)***	0,095(0,000)***
ROA	-			15,829(0,000)***	0,167(0,000)***
EBITDA	-			0,964(0,335)	0,214(0,000)***
VA	-			-0,775(0,439)	0,245(0,000)***
VN	-			-0,859(0,391)	0,269(0,000)***
<i>RácioRespAtivo</i>	0,570	7.646	9.034		
ROE	-			14,656(0,000)***	0,127(0,000)***
ROA	-			27,078(0,000)***	0,228(0,000)***
EBITDA	-			1,071(0,284)	0,045(0,000)***
VA	-			0,091(0,928)	0,046(0,000)***
VN	-			-1,601(0,109)	0,071(0,000)***
<i>RácioEmpPassivo</i>	0,142	10.417	6.263		
ROE	-			4,698(0,000)***	0,098(0,000)***
ROA	-			11,729(0,000)***	0,134(0,000)***
EBITDA	-			0,500(0,617)	0,233(0,000)***
VA	-			-1,208(0,227)	0,258(0,000)***
VN	-			-0,913(0,361)	0,276(0,000)***

Fonte: elaborado pela autora

Número total de observações: 16.680; *Nível de significância de 10%, **Nível de significância de 5%, ***Nível de significância de 1%; ROE: Return on equity (Rendibilidade dos capitais próprios), ROA: Retur non assets (Rendibilidade dos ativos), EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações), VA: Valor Acrescentado, VN: Volume de Negócios

Nas empresas com mais de 21 anos apenas há evidência estatística para as variáveis ROE e ROA, concluindo-se que empresas com um maior nível de financiamento tendem a ter um menor desempenho. As variáveis em termos absolutos não apresentam evidência estatística nos resultados do Teste T mas apresentam para os resultados do Teste KS. Assim, apesar de não haver diferenças estatisticamente significativas nas médias do EBITDA, VA e VN, podemos concluir que o financiamento poderá ter impacto noutras medidas de distribuição destas variáveis, como na mediana ou na variância.

Os resultados dos testes estatísticos da sub-amostra idade não permitem tirar conclusões claras em relação ao efeito que a idade assume nos resultados da investigação. Percebemos que os resultados, no geral, vão de encontro ao total da amostra, destacando-se apenas a falta de evidência estatística das variáveis de desempenho *EBITDA*, *VA* e *VN*, nos resultados do Teste T para as empresas com mais de 21 anos. Pela análise das tabelas da sub-amostra idade percebemos também que o financiamento bancário tende a aumentar com a idade. Efectivamente, já aqui referimos a correlação positiva entre as variáveis de idade e dimensão, pelo que, se o financiamento tende a aumentar com a dimensão, assim será também com a idade. A falta de evidência estatística nas variáveis absolutas de desempenho em empresas com idade superior a 21 anos mais não traduz do que a inexistência de evidência da relação do desempenho com o financiamento. O desempenho pode, de facto, e como foi abordado nos contributos da literatura, ser condicionado por outros factores e a idade é, na verdade, um deles. As empresas mais antigas podem enfrentar novos desafios, uma vez que existe a possibilidade de não conseguir acompanhar as mais recentes, pois têm menores taxas de crescimento de vendas, menores níveis de rentabilidade, menor capacidade de gerar emprego (Coad *et al*, 2013).

Por último, vejamos a sub-amostra *Organização Interna*. A definição desta sub-amostra encontra o seu fundamento no facto de se querer aferir se a amplitude de controlo das empresas afecta a relação entre o financiamento externo e o desempenho.

Dividiram-se dois grupos onde estão representadas as empresas com o rácio *OrgInt* abaixo e acima da média e analisadas as diferenças de desempenho através dos testes estatísticos já enunciados.

Tabela 21 - Teste T às diferenças da média e Teste KS, para empresas com o rácio de Organização Interna abaixo da média, para o período entre 2009 e 2011.

EMPRESAS DA INSÚSTRIA TRANSFORMADORA COM RÁCIO DE ORGANIZAÇÃO INTERNA ABAIXO DA MÉIA (2009-2011)					
RÁCIOS	MÉDIA	EMPRESAS COM RÁCIO INFERIOR À MÉDIA (a)	EMPRESAS COM RÁCIO SUPERIOR À MÉDIA (b)	TESTE-T (a)-(b)	TESTE KOLMOGOROV- SMIRNOV (a)-(b)
<i>RácioEmpAtivo</i>	0,090	19.339	10.780		
ROE	-			13,342(0,000)***	0,127(0,000)***
ROA	-			26,406(0,000)***	0,174(0,000)***
EBITDA	-			1,479(0,139)	0,188(0,000)***
VA	-			0,134(0,894)	0,208(0,000)***
VN	-			-0,623(0,533)	0,235(0,000)***
<i>RácioRespAtivo</i>	0,645	13.270	16.849		
ROE	-			5,613(0,000)***	0,100(0,000)***
ROA	-			34,425(0,000)***	0,201(0,000)***
EBITDA	-			8,752 (0,000)***	0,105(0,000)***
VA	-			8,611 (0,000)***	0,103(0,000)***
VN	-			4,411(0,000)***	0,067(0,000)***
<i>RácioEmpPassivo</i>	0,135	18.884	11.235		
ROE	-			12,101(0,000)***	0,144(0,000)***
ROA	-			21,678(0,000)***	0,144(0,000)***
EBITDA	-			-0,260(0,795)	0,210(0,000)***
VA	-			-1,527(0,127)	0,230(0,000)***
VN	-			-1,603(0,109)	0,248(0,000)***

Fonte: elaborado pela autora

Número total de observações:30.119; *Nível de significância de 10%, **Nível de significância de 5%, ***Nível de significância de 1%; ROE: Return on equity (Rendibilidade dos capitais próprios), ROA: Retur non assets (Rendibilidade dos ativos), EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações), VA: Valor Acrescentado, VN: Volume de Negócios

Os resultados estatísticos sugerem que entre as empresas com um nível de organização interna inferior à média, ou seja, as empresas que têm, em média, menos de um gestor por cada três trabalhadores, as empresas com um nível de financiamento superior à média desse grupo tendem a ter um nível de desempenho inferior, sendo que quanto a financiamento bancário as variáveis de desempenho em valores absolutos não apresentam qualquer evidência estatística. Assumindo que empresas com um *RácioOrgInt* abaixo da média são empresas com uma estrutura organizacional mais descentralizada, percebemos a razão desta falta de evidência estatística. De facto, as empresas com uma estrutura organizacional deste tipo também podem ver o seu desempenho diminuído fruto da ambiguidade que a falta de um mínimo de

formalização acarreta, pois pode afectar a atitude do trabalhador e, por consequência, o desempenho da empresa (Rizzo, House, e Lirtzman, 1970).

Tabela 22 - Teste T às diferenças da média e Teste KS, para empresas com o rácio de Organização Interna acima da média, para o período entre 2009 e 2011.

EMPRESAS DA INSÚSTRIA TRANSFORMADORA COM RÁCIO DE ORGANIZAÇÃO INTERNA ACIMA DA MÉIA (2009-2011)					
RÁCIOS	MÉDIA	EMPRESAS COM RÁCIO INFERIOR À MÉDIA (a)	EMPRESAS COM RÁCIO SUPERIOR À MÉDIA (b)	TESTE-T (a)-(b)	TESTE KOLMOGOROV- SMIRNOV (a)-(b)
<i>RácioEmpAtivo</i>	0,053	14.044	4.771		
ROE	-			6,963 (0,000)***	0,094(0,000)***
ROA	-			13,749(0,000)***	0,138(0,000)***
EBITDA	-			-4,929(0,000)***	0,178(0,000)***
VA	-			-10,965(0,000)***	0,214(0,000)***
VN	-			-13,014(0,000)***	0,236(0,000)***
<i>RácioRespAtivo</i>	0,634	8.262	10.553		
ROE	-			3,360(0,001)***	0,123(0,000)***
ROA	-			26,393(0,000)***	0,204(0,000)***
EBITDA	-			1,468(0,142)	0,050(0,000)***
VA	-			3,331 (0,001)***	0,066(0,000)***
VN	-			-1,248(0,212)	0,037(0,000)***
<i>RácioEmpPassivo</i>	0,080	13.968	4.847		
ROE	-			6,733(0,000)***	0,104(0,000)***
ROA	-			12,219(0,000)***	0,121(0,000)***
EBITDA	-			-5,512(0,000)***	0,190(0,000)***
VA	-			-12,016(0,000)***	0,229(0,000)***
VN	-			-13,548(0,000)***	0,245(0,000)***

Fonte: elaborado pela autora

Número total de observações:18.815; *Nível de significância de 10%, **Nível de significância de 5%, ***Nível de significância de 1%; ROE: Return on equity (Rendibilidade dos capitais próprios), ROA: Retur non assets (Rendibilidade dos ativos), EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações), VA: Valor Acrescentado, VN: Volume de Negócios

Contrariamente, de entre as empresas com um nível de organização interna acima da média, as empresas que têm um nível de financiamento bancário alto tendem a ter um desempenho menor quando analisado o desempenho pelas variáveis ROE e ROA, e um desempenho melhor se considerarmos o EBITDA, VA e VN. Assumindo que empresas com uma média de *RácioOrgInt* superior à média traduzem-se em empresas mais centralizadas, percebemos a falta de evidência estatística no rácio que mede a capitalização em relação ao

EBITDA e VN. De acordo com a literatura, um elevado nível de amplitude de controlo pode ter efeitos nefastos para o desempenho organizacional, pois pode originar desmotivação dos trabalhadores pela contínua ditadura da gestão de topo, pelo que a estrutura organizacional pode ser um factor a ter em conta nestas variáveis (Mansoor *et al*, 2012)

Com a definição da sub-amostra organização interna, tentamos perceber se a amplitude administrativa poderia influenciar a relação entre financiamento e desempenho da empresa. Feita a comparação entre os dois grupos de empresas, podemos perceber que nas empresas cujo *RácioOrgInt* é inferior à média, ou seja, empresas com um baixo nível de amplitude de controlo, só existe evidência estatística de que o financiamento bancário/empréstimos tem uma relação negativa com o desempenho nas variáveis ROE e ROA, significando que a falta de evidência estatística para as outras variáveis de desempenho nos diz que o financiamento bancário não influencia, por si só, o desempenho, podendo os efeitos que uma baixa amplitude de controlo também afectar o desempenho. Quanto ao rácio que traduz o total de financiamento contraído pela empresa, percebemos que os resultados vão de encontro ao total da amostra, i.e., quanto maior o nível de financiamento, menor o desempenho. É ainda possível concluir que as empresas com um nível de organização interna inferior à média, tidas como mais descentralizadas, apresentam um nível de financiamento superior ao das empresas com um nível de organização interna superior. Facto confirmado também pela matriz de correlações que apresenta uma correlação negativa entre *OrgInt* e todas as variáveis de financiamento.

As empresas com um maior nível de amplitude de controlo, apresentam resultados um pouco diferentes. Relativamente ao financiamento bancário, os resultados são similares às conclusões do total da amostra, ou seja, variam de acordo com a natureza da variável de desempenho. Quanto ao total do financiamento, percebemos que nas empresas com um maior nível de amplitude de controlo, a evidência estatística da relação entre financiamento não é totalmente clara. Ou seja, analisando o ROE e o ROA, percebemos que à medida que o financiamento aumenta, o desempenho diminui, tendo em conta todas as justificações que já foram dadas. Contudo, nas outras variáveis absolutas de desempenho, à excepção do EBITDA, não existe evidência estatística da relação entre o financiamento e o desempenho. Assim, e sabendo que são as maiores empresas que apresentam um maior nível de amplitude de controlo (Mansoor *et al*, 2012), sabemos que é também nas grandes empresas que custos de agência assumem outras proporções, assim como a monitorização (Himmelberg *et al* (1999), pelo que o financiamento não deverá ser o único factor que afecta o desempenho.

4.3. Síntese

Neste capítulo foram apresentados e discutidos os resultados dos testes estatísticos à relação entre financiamento e o desempenho das empresas da indústria transformadora. Os resultados obtidos sugerem que empresas com um nível de financiamento mais elevado tendem a ter, em média, um menor nível de desempenho, uma vez que a análise às médias dos grupos de empresas com diferentes níveis de financiamento, revelou diferenças de desempenho estatisticamente significativas, o que está em consonância com algumas teorias abordadas na revisão da literatura, relativamente à relação entre o financiamento e o desempenho, à luz da teoria da agência. De facto, foi referido que o financiamento pode aumentar os cash-flows disponíveis da empresa, ficando à disposição dos gestores a utilização do capital de forma discricionária, podendo não ir de encontro aos interesses da empresa, resultando em efeitos negativos no desempenho. A par disto, com o recurso da empresa ao financiamento, podem também aumentar os custos da dívida e de falência, fazendo com que os gestores não se esforcem no desempenho das suas funções pois já serão expectáveis maiores dificuldades financeiras. Os resultados variaram tendo em conta a variável de desempenho definida, factor tido em conta na análise e interpretação dos resultados. Para tentar aferir a influência dos determinantes de desempenho apontados na revisão da literatura, foram definidas sub-amostras tendo em conta cada determinante.

5. CONCLUSÕES

5.1. Introdução

A presente dissertação teve como principal objectivo perceber a relação entre o financiamento bancário e o desempenho das empresas da indústria transformadora, entre 2009 e 2011, relacionando-a com a teoria da agência. Para responder à principal questão de investigação, foram definidas variáveis de desempenho e variáveis de financiamento, tendo em conta a informação extraída da base de dados Amadeus. Foi feita a análise para o total das empresas e replicada posteriormente em sub-amostras definidas tendo em conta os possíveis determinantes de desempenho enunciados na revisão da literatura, para aferirmos se a relação entre o financiamento e o desempenho era diferente em sub-amostras específicas, concluindo acerca da sua sensibilidade aos determinantes de desempenho, e por forma a analisarmos a evolução do financiamento. Assim, foram definidas sub-amostras de secção de atividade, dimensão, idade e organização interna. Tanto o total da amostra como as sub-amostras foram testadas através do Teste T e do Teste Kolmogorov-Smirnov, e obtiveram-se as conclusões que a seguir se sintetizam.

5.2. Síntese das principais conclusões

De uma forma sintética, a teoria apresentada na revisão da literatura aponta evidências de que o financiamento tem dois tipos de efeitos no desempenho da empresa. Se por um lado alguns autores defendem que o financiamento pode atuar como efeito atenuante dos custos de agência (ver, por exemplo, Jensen, 1986; Grossman e Hart, 1982; Williams; 1987), há também autores que advogam que o financiamento pode agravar esses custos, e assim, afectar o desempenho de forma negativa (ver, por exemplo, Altman, 1984; Titman, 1984; Jensen, 1986; e Berger e Bonaccorsi di Patti, 2006).

Posto isto, concluímos que, no geral, os resultados obtidos com esta investigação vão de encontro ao que foi explicado na revisão de literatura, um vez que foi encontrada evidência estatisticamente significativa da diferença de desempenho entre empresas com níveis de financiamento, abaixo e acima da média das variáveis de endividamento. De facto, constatamos a existência da relação negativa entre o financiamento e o desempenho das empresas, indo assim de encontro à teoria de vários autores acerca da relação entre financiamento e desempenho. Titman (1984) chamou a atenção para o facto de, com o aumento do

endividamento, aumentarem também os custos de falência, levando a que os gestores possam estar mais propensos a investir em projectos que apresentem elevado retorno com um risco igualmente elevado que, não resultando, são os credores a suportar a maior parte dos custos. O financiamento pode também aumentar os cash flows disponíveis da empresa, podendo os gestores utilizá-los de forma desadequada com o intuito de construírem grandes fortunas (Jensen, 1986). A par disto, com o aumento do endividamento, os acionistas, prevendo uma situação de falência, tendem a diminuir o investimento e os gestores a reduzir o seu esforço para controlar o risco, pois são já expectáveis maiores custos decorrentes das dificuldades financeiras (Berger e Bonaccorsi di Patti, 2006). Analisando o *RácioRespAtivo*, para o total da amostra, percebemos que em todas as variáveis de desempenho, a relação com o financiamento revelou-se negativa. Na verdade, o rácio em questão traduz o nível de capitalização da empresa, que tornando-se elevado, dificulta o acesso das empresas ao mercado de capitais, pois o risco de incumprimento da dívida vai-se tornando maior à medida que a empresa se vai descapitalizando. As instituições financeiras analisam o histórico de projectos da empresa para aferirem a sua reputação e, em função disso, calcular o risco de incumprimento e atribuir o custo ao financiamento. Com a descapitalização, i.e., com o recurso a financiamento externo em detrimento de captais próprios, a empresa vai aumentando a probabilidade de falência, que se reflecte no seu desempenho. Damodaran (2004:447) define a probabilidade de falência como a “possibilidade de que os fluxos de caixa de uma empresa sejam insuficientes para atender aos seus compromissos de dívida (juros ou o principal)”, ou seja, a probabilidade de falência aumenta quando as empresas utilizam capital alheio sem ter em conta a sua dimensão e a estabilidade dos fluxos de caixa operacionais, diminuindo a sua autonomia financeira.

O *RácioEmpAtivo* e *RácioEmpPassivo* apresentam os mesmos resultados para o total da amostra, que tem que ver com o facto de ambos medirem o peso dos empréstimos bancários.

Importa, contudo, destacar que os resultados não se revelaram uniformes quanto às variáveis de desempenho utilizadas, uma vez que não apresentaram o mesmo resultado. Na verdade, as variáveis de desempenho *ROE* e *ROA* revelaram, no total da amostra, que empresas da indústria transformadora com um nível de financiamento bancário acima da média, tendem a ter um menor desempenho. As variáveis de desempenho *EBITDA*, *VA* e *VN* apresentaram diferenças estatisticamente significativas de uma relação positiva entre o financiamento bancário e o desempenho, indicando que empresas com um nível de financiamento superior têm, em média, um melhor desempenho. Esta disparidade de resultados prende-se com a própria

natureza das variáveis, dado que as variáveis *ROE* e *ROA* são variáveis em valores relativos, considerando a dimensão da empresa, que se revela de extrema importância ter em consideração quando se pretende comparar informação contabilística e financeira entre empresas. Já as variáveis *EBITDA*, *VA* e *VN* são medidas de valor absoluto, que se tornam mais fáceis de interpretação e adequação à realidade, dado que não têm em conta proporções da empresa (Silva e Fernandes, 2005).

Não foi possível encontrar diferenças significativas na relação do desempenho com o financiamento em empresas de diferentes setores de atividade, uma vez que os resultados obtidos nas cinco sub-amostras utilizadas foram coerentes entre si, sugerindo que, neste caso concreto, o setor de atividade não influenciou os resultados. Já em relação ao determinante de desempenho *dimensão*, constatou-se que nas médias e grandes empresas, no geral, os resultados foram uniformes em todas as variáveis de desempenho (à exceção das variáveis com falta de evidência estatística), independentemente de serem variáveis relativas ou absolutas, ao contrário das micros e pequenas empresas, sugerindo que a dimensão tem algum efeito na relação entre o desempenho e o financiamento. Os resultados permitiram-nos, assim, ir de encontro ao que foi apresentado na revisão da literatura relativamente ao determinante dimensão. Empresas com maior dimensão têm mais facilidade no acesso ao crédito para investimento, diversificando mais a sua estratégia (Yang e Chen, 2009), mas tendem a ser mais burocráticas e menos capazes de controlar os custos, logo menos eficientes (Mookherjee, 2006). É nas grandes empresas que os custos de agência assumem outras proporções, assim como a monitorização (Himmelberg *et al* (1999), sendo por isso expectável que os resultados diferissem comparativamente às empresas de menor dimensão. A falta de evidência estatística no Teste T mas com significância no Teste KS foi-nos sugerindo que o financiamento não tem relação com a média das variáveis de desempenho utilizadas, mas pode ter com outras medidas da distribuição, como sendo com a mediana e variância.

Os resultados dos testes estatísticos da sub-amostra idade fornecem alguns indícios de que a idade pode ter algum efeito no desempenho. De facto, com o avançar da idade das empresas, e nomeadamente no grupo de empresas com mais de 21 anos, percebemos que a evidência estatística de que o financiamento condicionaria o desempenho não acompanhou os resultados das empresas mais novas, havendo apenas diferenças significativas relativamente ao *ROE* e *ROA*. Esta situação pode ter que ver com o facto de, e como foi apontado na revisão da literatura, com a idade as empresas podem-se ver confrontadas com novos desafios, uma vez que

a dificuldade em acompanhar as novas empresas também vai crescendo pois tendem a ter um nível de produtividade superior. Efectivamente, as empresas mais velhas têm menores taxas de crescimento de vendas, menores níveis de rentabilidade e menor capacidade de gerar emprego (Coad *et al*, 2013). Assim, pode ser compreensível que possam existir outros factores que afectem o desempenho da empresa, que não só o nível de financiamento que têm.

Quanto à sub-amostra *Organização Interna*, percebe-se que nas empresas com um *RácioOrgInt* abaixo da média a falta de evidência estatística apresenta-se nos rácios de financiamento bancário, que poderá significar que a expressão do financiamento bancário neste tipo de empresas tende a ser menos significativo, dado que, de acordo com a literatura, são as empresas mais pequenas que têm um nível de amplitude de controlo mais baixo, sendo as empresas mais pequenas também maior dificuldade de acesso ao mercado de capitais. A falta de evidência estatística nas empresas com o *RácioOrgInt* acontece no rácio que mede o financiamento externo, que pode ser justificado pelo facto de empresas deste tipo terem uma correlação negativa com os financiamento bancário (ver tabela 7), ou seja, à medida que o nível de amplitude de controlo aumenta, o financiamento bancário diminui, podendo aumentar o financiamento da empresa por via dos capitais próprios.

5.3. Limitações do estudo e pistas para investigações futuras

Esta investigação concentra, em si, algumas limitações que não foram possíveis contornar, o que impossibilitou a prossecução em pleno dos objectivos a que inicialmente me propus. Destaco, em primeiro lugar, o facto de não nos ser possível aferir se a amostra reflete empresas com relações de agência, dada a limitação da informação fornecida pela base de dados neste aspecto, pelo que os resultados obtidos não traduzem apenas a relação do financiamento com o desempenho, tendo em conta a teoria da agência, não sendo possível descartar outras explicações para os resultados apresentados. Os resultados indicam-nos tão-somente que o financiamento tem uma relação negativa com o desempenho, podendo ser explicado pelos argumentos defendidos pelos autores apresentados. A par desta limitação, e na sequência da mesma, friso o facto da base de dados utilizada não fornecer informação relativamente a política de remunerações/incentivos nem a percentagem de participação dos gestores no capital próprio que pode, como foi explicado, atenuar os custos de agência. Tal facto não permite uma análise dos resultados dissociada do efeito que uma possível política de remunerações/incentivos pode ter nos custos de agência e, logo, no desempenho da empresa.

O limite temporal de 2009 a 2011 utilizado na análise compreende um período conturbado da economia mundial, e do mercado financeiro decorrente da crise financeira dos EUA em meados de 2008, o que originou sérias dificuldades às empresas, tanto pela via da contração económica como pela via do aumento das restrições ao crédito por parte das instituições financeiras, pelo que os resultados poderão reflectir esta circunstância.

Assim, seria interessante desenvolver esta temática, em investigações futuras, num período de crescimento económico e comparar os resultados. De igual forma, seria também interessante fazer esta mesma investigação por regiões: será que as empresas do norte apresentam uma relação entre financiamento e desempenho diferente das empresas do centro e do sul? E as empresas do interior? Será que a relação entre financiamento e desempenho varia das empresas do Litoral? Por forma perceber o efeito que as políticas de remunerações/incentivo tem no desempenho da empresa, seria pertinente em investigações futuras incluir este factor de uma forma concreta, por forma a retirar conclusões mais ajustadas à realidade.

Acrescento ainda que foi complexo retirar grandes conclusões deste estudo, uma vez que a análise do desempenho apenas pela média das variáveis torna as conclusões um pouco redutoras, apenas permitindo concluir se o desempenho é ou não estatisticamente diferente, tendo em conta o financiamento. Assim, seria interessante desenvolver este estudo através de outros testes estatísticos ou modelos econométricos, permitindo introduzir ou retirar variáveis e perceber a diferença de resultados e potenciais explicações dos mesmos.

6.REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Aguiar, Á., e Martins, M. M. (2004). O Crescimento da Produtividade da Indústria Portuguesa no Século XX. Documento de Trabalho nº 145: CEMPRE – Centros de Estudos Macroeconómicos e Previsão da Faculdade de Economia da Universidade do Porto

Agrawal, A., e Knoeber, C. R. (1996) Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 31, pp. 377-397

Ahmad, M., e Dhafr, N. (2002). Establishing and improving manufacturing performance measures *Robotics and Computer-Integrated Manufacturing*. Vol.18, nº3 e 4, pp. 171-176.

Altman, E. (1984) A Further Empirical Investigation of Bankruptcy Costs. *Journal of Finance*. Vol. 39, pp. 1067-1089.

Ang, J.S., R.A., Cole, e Lin, J.W., (2000), Agency costs and ownership structure, *Journal of Finance*. Vol.5, pp. 81-106.

Arrow, K.J. (1991) The Economics of Agency, in *Principals and Agents: The Structure of Business*, Harvard Business School Press, pp. 37-51

Bain, J. (1951) Relation of profit Rate to Industry Concentration: American Manufacturing. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 65, nº3, pp: 293-324.

Banco de Portugal (2010). “Estrutura e Dinâmica das Sociedades não financeiras em Portugal”. Disponível online em http://www.bportugal.pt/pt-PT/ServicosaoPublico/CentraldeBalancos/Biblioteca%20de%20Tumbnails/Estudos%20da%20CB%20_2010.pdf

Baker, G.P (1988). Compensation and Incentives: Practice vs Theory. *The Journal of Finance*. Vol.3, nº 3, pp. 593-616.

Berle, A.; Means, G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan,

Bhagwat, R., e Sharma, M. (2007). Performance measurement of supply chain management: A Balanced scorecard approach. *Computers & Industrial Engineering*, Vol.53, nº1, pp. 43-62.

Berger, A.N e Bonaccorsi di Patti (2006). Capital Structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, Vol.30, pp 1065-1102.

Bogas, F. P. S. M. (2013) *Empresas de elevado crescimento: quais os principais factores explicativos?* Tese de Mestrado em Economia Industrial e da Empresa. Universidade do Minho, Braga

Brown, A. W.; Adams, J. D. e Amjad, A. A. (2007). The relationship between human capital and time performance in project management: a path analysis, *International Journal of Project Management*. Vol. 25, pp. 77 –89.

- Byrd, J. (1998). Stockholder-manager conflicts and firm value. *Financial Analysts Journal*. Charlottesville. Vol. 54, n° 3, pp. 14-30.
- Caliendo, L., e Rossi-Hansberg, E. (2012). The Impact of Trade on Organization and Productivity. *The Quarterly Journal of Economics*. Vol.127, pp. 1393-1467.
- Campello, M. (2006), Debt financing: Does it boost or hurt firm performance in product markets? *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, pp. 135–172.
- Carvalho, J., e Sá, A. K. (2011). Avaliando indicadores de desempenho não-financeiro no setor de serviço, sob a perspectiva do cliente: o caso de uma agência bancária. *Qualit@s Revista Eletrónica*, Vol. 1, n°1, pp. 1-16.
- Christensen, C. (1997). *The innovators dilemma: when new technologies cause great firms to fail*. Harvard Business School Press: Cambridge, MA.
- Coad, A., Segarrab, A., e Teruelb, M. (2013). Like milk or wine: Does firm performance improve with age? *Structural Change and Economic Dynamics*. Vol. 24, pp. 173– 189.
- Correia, S.I.F. (2013). *Determinantes do Desempenho Económico das empresas familiares portuguesas: será a inovação relevante?* Tese de Mestrado em Economia. Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto.
- Cowton, C.J. (1998). The Use of Secondary Data in Business Ethics Research. *Journal of Business Ethics*. Vol. 17, n° 4, pp. 423–343
- D'Hainaut, L. (1990). *Conceitos e Métodos da Estatística*. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian
- Dhawan, R. (2001), Firm size and productivity differential: theory and evidence from a panel of US firms. *Journal of Economic Behavior & Organization*. Vol. 44, n°3, pp. 269-293
- Dalmiro, Â. (2001). *Mensuração de desempenho empresarial: foco nos indicadores não financeiros*. Fundação Getúlio Vargas
- Damodaran, A. (2004), *Finanças Corporativas: Teoria e Prática*, Bookman, 2ªEdição Brasil
- Dean, Brown, R. e Bamford, C. (1998). Differences in large and small firm responses to environmental context: strategic implications from a comparative analysis of business formations. *Strategic Management Journal*, Vol. 19, n°8, pp. 709-728
- Demsetz, H., Lehn, K., (1985). The structure of corporate ownership: Causes and Consequences.. *Journal of Political Economy*, Vol.93, pp. 1155-1177
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, Vol.14, n°1, pp. 57-74.
- Elena, N. I. (2012). Company Performance Measurement And Reporting Methods. *Annals of Faculty of Economics*, Vol.2, pp. 700-707.

Encarnação, C. (2010). Indicadores económico-financeiros: os impactos da alteração normativa em Portugal. Instituto Universitário de Lisboa

Easterbrook, F. (1984). Two agency cost explanations of dividends. *American Economic Review*. Vol. 74, 650-659.

Falck, M., e Karlsson, F. (2011). Key performance indicators - The key to success? A study of how KPIs are used at Interspor. Jönköping International Business School, Jönköping University.

Farinha, J. B. R. B. (1994). *Análise de Rácios Financeiros* – 2ª edição

Gale, B.T. (1972), Market Share and Rate of Return, *Review of Economics and Statistics*, Vol.54, pp. 412-423

Garicano, L., e Rossi-Hansberg, E. (2006). Organization and Inequality in a Knowledge Economy. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.121, pp. 1383-1435.

Gerhart, B. A., Minkoff, H. B., Olsen, R.N. (1995) Employee Compensation: Theory, Practice and Evidence. Cornell University ILR School, Center for Advanced Human Resource Studies, *CAHRS Working Paper Series*, pp. 95-04

Gitman, L.J. (2004), *Princípios da Administração Financeira*, Person Addison Wesley, Brasil.

Gorton, G. e Rose, R. (1995). Corporate Control Portfolio Choice, and the Decline of Banking *The Journal of Finance*. Vol.50, nº5, pp. 1377-1420

Grossman, S. J., e Hart, O., (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. In: McCall, J. (Ed), *The Economics of information an uncertainty*. University of Chicago Press, Chicago

Harris, M., e Raviv, A. (1991) The Theory of capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 297-355

Hart, O., e Moore, J. (1990) Property Rights and the Nature of the Firm. *Journal of Political Economy*,. Vol.98, nº6, pp.:1119-1158.

Harvey, C.R, Graham, J.R., e Rajgopal, S. (2005) The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, Vol.40, pp. 3-73

Helfert, E.A. (2001) “Financial Analysis – Tools Techniques a Guide for Managers”, In McGraw-Hill

Hermalin, B.E., e Weisbach M. S.(2003) Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature.” Federal Reserve Bank of New York *Economic Policy Review*, Vol.9, nº1, pp.7–26

Himmelberg, C., Hubbard, R. G., e Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, pp. 53-84.

Holmstrom, B., e Tirole, J. (1989). The theory of the firm. Vol.1

Jensen, M. C., Meckling, W., (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp. 305-360.

Jensen, M.C., 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, Vol.76, pp.323-339.

Jovanovic, B. (1982). Selection and Evolution of Industry. *Econometrica*, Vol.50, pp. 649-670.

Famá, R.; Kayo, E. K.. (1997) Teoria de agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. *Caderno de Pesquisas em Administração*. Vol.2, nº5, pp. 1-8.

Kipasha, F. (2013). Impact of size and age on firm performance: evidence from microfinance institutions in Tanzania. *Journal of Finance and Accounting*, Vol.4, pp. 105-116.

Lebas, M. J. (1995). Performance Measurement and Performance Management. *International Journal of Production Economics*, pp. 23-35

Lisboa, J., Augusto, M. (2003). Dimensão e rentabilidade: o caso das empresas da indústria transformadora portuguesa. *Portuguese Journal of Management Studies*. Vol.8, nº2, pp. 131-143.

Main, B., Reilly III, C. e Wade, J., (1995) The CEO, the Board of Directors and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives. *Industrial and Corporate Change*, Vol.4, nº.2, pp. 293-332.

Majumdar, S.K. (1997). The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from India. *Review of Industrial Organization*, Vol. 12, pp. 231-241.

Mansoor, N., Aslam, H. D., Barbu, C. M., Capusneanu, S., e Lodhi, M. A. (2012). Organizational Structure as Determinant of Organizational Performance: Uncovering Essential Facets of Organic and Mechanistic Structure. *American Journal of Scientific Research*, Vol.55, pp. 48-55.

Mata, J. e Portugal, P. (1994). Life Duration of New Firms. *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 42, pp. 227-245.

Matos, P.V. (2009). A relação entre accionista e os gestores de sociedades cotadas: alguns problemas e soluções. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 33.

McConnel, J.J., e Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, Vol.27, pp. 595-612.

Mehran, H., (1995). Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*. Vol.38, pp. 163-184.

Meijaard, J., Brand, M. J., & Mosselman, M. (2005). Organizational Structure and Performance in Dutch Small Firms. *Small Business Economics*, Vol. 25, pp. 83-96.

Mill, J.S. (1848) *Principles of Political Economy*,. Parker&Company.

Miller, M.H. (1977), Debt and taxes, *The Journal of Finance*, Vol.32, nº2, pp. 261-275

- Milost, F. (2013). Information power of non-financial performance measures. *International Journal Bioelectromagnetism*, Vol.4, n°6, pp. 823-828.
- Modigliani, F. e Miller, M.H. (1958), The Cost of Capital Corporate Finance and Theory of Investment, *The American Economic Review*, Vol. 48, n°3, pp. 261-297.
- Montenegro, J. M. (2004). Medição de desempenho organizacional nas imobiliárias: Um estudo na cidade de Natal - RN. Universidade de Brasília, Universidade Federal de Paraíba, Universidade Federal de Pernambuco, Universidade Federal Do Rio Grande do Norte
- Mookherjee, D. (2006). Decentralization, Hierarchies, and Incentives: A Mechanism Design Perspective. *Journal of Economic Literature*, Vol.44, pp. 367-390.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*. Vol.20, pp. 293-315.
- Morellec, E. (2004). Can managerial discretion explain observed leverage ratios? *Review of Financial Studies* Vol. 17, n° 1, pp. 257–294.
- Murphy, K. J. (1999). *Executive Compensation*, in Handbook of Labor Economics. Orley Ashenfelter and David Card, eds. Amsterdam: North Holland, pp. 2485–563
- Myers, S.C. (1984), The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, Vol.39, n°3, pp. 575-592.
- Myers, S. C.(2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, pp. 81–102
- Obasan, K. A. (2012). Effect of Compensation Strategy on Corporate Performance: Evidence from Nigerian Firms.. *Journal of Finance and Accounting* , Vol 3, n° 7, pp. 41-43
- Pestana, M. H., e Gageiro, J. N. (2003). *Análise de dados para as ciências sociais: A complementaridade do SPSS*. Lisboa: Sílabo
- Phuong, N.T.H. (2010). *Factors affecting firm performance of listed companies on Vietnam Stock Markets*. Thesis. Department of International Business, International College, University of the Thai Chamber of Commerce.
- Rajan, R. G. e Zingales, L. (1995), What do we now about capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance*, Vol. 50, n°5:, pp.1421-1427.
- Rayton, B.A. (1997).Firm Performance and Compensation Structure: Performance Elasticities of Average Employee Compensation. University of Bath School of Management Claverton Down, *Working Paper Series 2000.03*, United Kingdom.
- Rizzo, J., House, R., e Lirtzman, S. (1970). Role conflict and ambiguity in complex organizations. *Administrative Science Quarterly*, Vol.15, pp. 150-163.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach., Bell. *Journal of Economics*, Vol.8, n° 1, pp. 23-40.

- Rozeff, M.S., (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios, *Journal of Financial Research*, Vol.5, n°3, pp. 249-259
- Ruffin, R.J (1988). *Modern Price Theory*. Scott, Foresmann & Co. Glenview, Illinois, Cap. II,
- Sagüés, M. (2008). Conceptos sobre el cuadro de mando integral. *IE Business School*.
- Schmalensee, R. (1985). Do Markets Differ Much? *The American Economic Review*, Vol.75, pp. 341-351.
- Silva, P.P (2009) “Comissão de Remunerações, Compensação dos gestores e desempenho das empresas”. Cadernos do Mercado de valores Mobiliários, n° 33
- Silva, A.M., Fernandes, R.A (2005). Uma abordagem prática do conceito de alavanca financeira. *Jornal de Contabilidade*, n°340
- Simon, H.A. (1957). *Models of Man*, New York, Wiley & Sons.
- Smith, A., (1775)[1981] *Inquérito sobre a Natureza e as Causas da Riqueza das Nações*, vol. I, Fundação Calouste Gulbenkian.
- Stulz, R. M., (1990). Managerial discretion and optimal financing policies *Journal of Financial Economics*. Vol.26, pp. 3-27
- Teece, D. (1986), Probing from technological innovation. *Research Policy*, Vol.15, n°6, pp. 285-305.
- Titman, S. (1984). The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of Financial Economics*, Vol.13, n°1, pp. 137-151
- Titman, S.; S. Tsyplakov, (2002), “A dynamic model of optimal capital structure”, Working Paper, University of Texas
- Titman, S. e Wessels, R. (1988), The determinants of capital structure choice, *Journal of Finance*, Vol.43, n°1, pp. 1-19
- Tripsas, M., e Gavetti, G. (2000). Capabilities, cognition, and inertia: Evidence from digital imaging. *Strategic Management Journal*, Special issue: *The Evolution of Firm Capabilities*, Vol.21, n°10/11, pp. 1147–1161
- Toy, N.; Stonehill, A.; Remmers, L.; Wright, R. e Beekhuisen, T. (1974), A comparative international study of growth, profitability, and risk as determinants of corporate debt ratios in the manufacturing sector, *The Journal of Quantitative Analysis*, Vol.9, n°5, pp.875-886.
- Varian, Hal R. (1999) *Microeconomia: princípios básicos*. Rio de Janeiro: Campus.
- Vassilakis, S. (2008). *Learning by doing* In *The New Palgrave Dictionary of Economics*: Steven N. Durlauf and Lawrence E (2ª edição).
- Williamson, Oliver (1985). *The economic institutions of capitalism*. New York: The free press.

Williams, J., (1987). Perquisites, risk and capital structure. *Journal of Finance*, Vol.42, pp. 29-49.

Yang, C., & Chen, K. (2009). Are small firms less eficiente? *Small Business Economics*, Vol. 32, n°4, pp. 375-395

Zhang, H., Li, S., (2008). *The Impact of Capital Structure on Agency Costs: Evidence from UK Public Companies*. International Graduate School of Business, University of South Australia ,Adelaide, Austrália

Zwiebel, J. (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review*, Vol.86, n°5, pp.1197–1215